

MSCI 지수 설명서 ver 4.0

- 이슈 1. MSCI 지수의 “추종 자금 / 지수 규모 비율”을 2.7% 정도로 추산함. 이 규모가 MSCI 편입 종목의 수급 및 주가 변동의 주요인이 됨
- 이슈 2. 해외 상장 한국 기업 주식이 MSCI Korea에 들어올 가능성은 당분간 낮음

WHAT'S THE STORY?

MSCI 지수 실질 추종 자금 규모 추산

MSCI 편입 예정 종목에 대한 수급 변동 및 주가 변동이 빨라지면서, MSCI 추종 자금 규모 및 영향력에 대한 정확한 추정이 필요해짐. 한 달 기준 외국인 매매 동향을 감안한 MSCI 지수의 “추종 자금 / 지수 규모 비율”을 2.7% 정도로 추산함. 편입 예정 종목에 대한 장기적인 사전 매매 패턴까지 고려한다면, 이 비율을 2.7%~6.4%로 확대해서 볼 수도 있음. 이 규모가 MSCI 편입 종목의 수급 및 주가 변동의 주요 원인으로 작용함.

해외 상장 주식 이슈

지금까지는 한국 기업 중 한국거래소에 상장된 주식만 MSCI Korea 지수에 편입되었음. MSCI는 해외 상장(소속 국가가 아닌 다른 국가에 상장하는 케이스) 건이 많아지고 중요해질 경우, 해외 상장 주식을 해당국 지수에 넣는 전환 규정을 가지고 있음. 쿠팡이 미국 NYSE에 이미 상장된 바 있고, 최근 셀트리온홀딩스가 미국 나스닥 상장 의사를 밝히는 뉴스가 나왔음. 이에 “외국 상장 중요성 요건”의 한국 가능성에 대해서 체크해 봄. 그 결과, 해당 전환을 위해서는, 쿠팡을 제외한 해외 상장 건 유동시가총액 합계가 320억 달러를 넘어야 함. 현재로서는 해외 상장 한국 기업 주식이 MSCI Korea 지수에 포함되는 이벤트의 발생 가능성은 단시일 내에 낮다고 봄.

※ 주요 방법론 요약과 MSCI 지수 방법론(MSCI Global Investable Market Indexes Methodology) 및 신설된 유동비율 데이터 방법론(Free Float Data Methodology)의 상세 번역 자료 전문 수록

Compliance Note

본 조사항목은 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사항목은 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사항목에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

REPORT

CONTENTS

01	MSCI 지수 실질 추종 자금 규모 추산	3p
02	해외 상장 주식 이슈	9p
03	MSCI 지수 이벤트 및 국가 비중 변화의 이해	11p
04	MSCI 주요 방법론 요약	13p
05	MSCI 지수 방법론 상세	17p
06	MSCI 유동비율 데이터 방법론 상세	84p

1. MSCI 지수 실질 추종 자금 규모 추산

MSCI 지수에 주식이 편입되거나 편출될 경우, MSCI 지수 추종 자금은 이에 맞춰 해당 주식을 운용 자산에 편입하거나 편출해야 한다. 이런 리밸런싱 거래가 주식의 단기 수급 및 주가에 큰 영향을 주곤 한다.

종목 편출입 시 해당 종목에 대한 수급 영향 예상 규모를 계산하려면, 해당 지수를 추종하는 추종 자금의 규모에 대한 가정이 필요하다. 예를 들어, 특정 지수의 실질 추종 자금이 30조 원인데 해당 지수 내 종목 비중이 1%인 주식이 새로 편입된다고 하면, 그 주식에는 3천억 원(30조 원 * 1% = 3천억 원)의 매수세가 들어오게 된다.

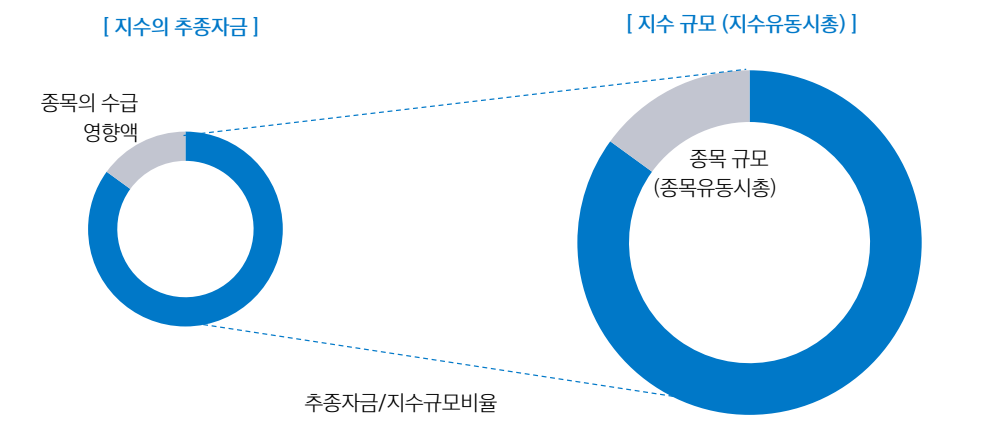
지수 추종 자금을 구하는 방법에는 1) bottom-up 방식과 2) top-down 방식 2가지를 생각할 수 있다. Bottom-up 방식은 과거에 편출입 이벤트가 있었을 때 해당 종목들에 나타났었던 실제 수급 결과를 가지고 지수 추종 자금을 역산하는 방식이다. 실제의 수급 결과를 가지고 산출하는 방식이므로 가장 합리적이며, 신규 이벤트에서의 예상 수급 규모를 예측할 때도 현실에 가까운 전망치를 만드는 장점이 있다. Top-down 방식은 해당 지수를 추종하는 것으로 간주하는 펀드, 연기금, 기타 투자자금들의 AUM을 명시적으로 합산하여 지수 추종 자금 규모를 만드는 방식이다. 실제 지수를 따르는 추종 자산들을 정확히 구별하여 합산한다면 가장 정확한 수치가 되겠지만, 판단의 모호성, 중복 계상의 문제, 실제 운용 방식의 차이점 등으로 인해 해당 top-down 결과가 현실과는 괴리가 많은 것 또한 사실이다. 당사는 bottom-up 방식의 추종 자금 산출이 더 현실적이며 유용하다고 판단한다.

1) Bottom-up 방식

Bottom-up 방식 추종 자금 산출 시, 가장 중요한 자료는 지수의 “추종 자금 / 지수 규모 비율”이다. 지수가 담고 있는 종목들의 실제 총 규모(지수 규모=지수 구성종목의 유동시가총액 합계) 대비 총 추종 자금의 비율이 얼마인지를 알면, 특정 종목의 변화에 대한 수급 영향액을 바로 알 수 있다.

지수 이벤트 시 종목의 수급 영향 금액은 [지수 규모 : 지수의 추종 자금 = 종목 규모 : 종목의 수급 영향액] 산식으로 구할 수 있다(아래 도표 참고). 예를 들어, 특정 지수 규모가 1,200조 원, 지수 추종 자금 규모가 30조 원의 관계에 있다고 하면, 12조 원짜리 종목의 편출에는 3천억 원의 관련 자금 매도세가 나온다.

[지수 규모 : 지수의 추종 자금]과 [종목 규모 : 종목의 수급 영향액] 관계



이때, 지수의 원래 규모(지수 유동시가총액)와 추종 자금 금액의 비율을 나타낸 것이 “추종 자금 / 지수 규모 비율”이다. 이 비율이 높을수록, 해당 지수를 추종하는 자금의 규모가 상대적으로 크다는 뜻이며, 지수 변화와 동반된 수급 변화가 크게 나타난다. 이 비율이 낮을수록, 지수 추종 자금 규모가 상대적으로 더 작다는 뜻이 된다.

과거에 있었던 편출입 종목의 실제 수급 결과를 가지고, 경험적 “추종 자금 / 지수 규모 비율”을 만들 수 있다. 이를 통해 미래 이벤트에서의 예상 수급 규모를 예측할 수 있다. 당사가 생각하는 MSCI Korea 의 실질 추종 자금 비율은 다음의 정보를 가지고 산출했다(아래 표). 이 표는 종목 편출입이 많았던 최근 3번의 정기 리뷰 때의 실제 수급 결과를 가지고, MSCI 지수의 평균적인 “추종 자금 / 지수 규모 비율”을 산출한 것이다.

MSCI 실질 추종 자금 추산 - 기본 가정: 월간 외국인 순매매액 기준

정기 리뷰 이벤트	편출입 여부	종목코드	종목명	월초	당월 외국인	당월 외인순매수/	당월 종목 수급영향/	
				유동시총 (십억 원)	누적순매수 (십억 원)	종목유동시총 비율 (%)	종목유동시총 비율 (%)	
2024/02월 정기								
	편입	A450080	에코프로머티	2,395	112	4.7	4.7	
	편입	A180640	한진칼	1,979	69	3.5	3.5	
	편출	A010620	현대미포조선	1,610	-74	-4.6	4.6	
	편출	A035900	JYP Ent.	2,159	-75	-3.5	3.5	
	편출	A263750	펄어비스	1,071	-18	-1.6	1.6	
	편출	A008770	호텔신라	1,849	-18	-0.9	0.9	
	편출	A383220	F&F	1,063	-3	-0.3	0.3	
	편출입 종목 median 값 (%)							3.5(a)
	편입 종목 median 값 (%)							4.1(b)
2023/11월 정기								
	편입	A022100	포스코DX	2,522	150	5.9	5.9	
	편입	A001570	금양	2,790	66	2.4	2.4	
	편입	A017670	SK텔레콤	2,692	62	2.3	2.3	
	편출	A282330	BGF리테일	1,244	-53	-4.3	4.3	
	편출	A028670	팬오션	1,160	8	0.7	-0.7	
	편출	A293490	카카오게임즈	869	10	1.2	-1.2	
	편출	A020150	롯데에너지머티리얼즈	876	17	2.0	-2.0	
	편출입 종목 median 값 (%)							2.3(a)
	편입 종목 median 값 (%)							2.4(b)
2023/08월 정기								
	편입	A086520	에코프로	24,125	864	3.6	3.6	
	편입	A042660	한화오션	2,121	98	4.6	4.6	
	편입	A042700	한미반도체	2,339	27	1.2	1.2	
	편입	A035900	JYP Ent.	3,683	-114	-3.1	-3.1	
	편출	A001040	CJ	967	-66	-6.8	6.8	
	편출	A139480	이마트	1,510	-11	-0.7	0.7	
	편출입 종목 median 값 (%)							2.4(a)
	편입 종목 median 값 (%)							2.4(b)
전체 평균								
	편출입 종목 기준, 추종 자금 / 지수 규모 비율 (평균값)							2.7(a의 평균)
	편입 종목 기준, 추종 자금 / 지수 규모 비율 (평균값)							2.9(b의 평균)

자료: 삼성증권, MSCI

위의 계산에 사용된 기본 가정들은 다음과 같다.

계산 기본 가정

1) 해당 지수의 “추종 자금 / 지수 규모 비율”의 시계열 상의 변화가 크지 않다는 생각 하에, 해당 비율의 평균적인 수치를 산출함. 지수의 규모(지수 유동시가총액) 절대 수치는 증시 방향성에 따라 금액 변동이 크게 나타남. 추종 자금 규모도 마찬가지로. 지수 추종 자금은 실제로 해당 주가지수 주식들에 투자하는 자산이므로, 지수 규모처럼 금액 변동이 동일하게 크게 나타날 수 있음. 시장 자체의 변동 수준보다 “추종 자금 / 지수 규모 비율”의 변화는 훨씬 느리므로, 해당 비율의 최근 평균치를 산출하는 방식을 씀.

2) 과거 편출입 종목 기준에서의, [종목 수급 영향액 / 종목규모(종목유동시총)] 비율들을 확인하여, 해당 비율의 평균적인 수치를 지수의 “추종 자금 / 지수 규모 비율”로 산출함.

3) 종목 규모에는 종목을 유동시가총액, 지수 규모에는 지수의 유동시가총액(구성종목의 유동시총 합계) 수치를 사용함. 이는 MSCI 지수 및 대부분의 주요 지수가 유동시가총액 가중 방식을 쓰고 있어, 실제 지수 구성이 유동시가총액 기준으로 되기 때문임.

4) MSCI 정기 리뷰 편출입 종목의 “수급 영향액”에는 해당 종목의 “리뷰 월 한 달 기준 외국인 순매수 대금” 수치를 사용함. MSCI 정기 리뷰는 2, 5, 8, 11월 중순에 발표하고, 해당 월말(월말이 리밸런싱일)에 실제 지수에 반영됨. 원론적인 패시브 펀드는 월말 리밸런싱일에만 교체 매매를 하겠지만, 액티브 자금을 포함할 경우, 편출입 종목의 매매는 해당 한 달 기간으로 분산되는 특성을 가짐(리뷰 결과는 월 중순에 발표되지만, 기계적 룰 적용 특성으로 인해서 대략적인 편출입 윤곽이 월초에도 나올 수 있음. 이에 따라 발표 전 사전매매가 빈번하게 발생함. 따라서, 월 전체를 포함하는 것이 더 타당함). 한편, MSCI 추종 자금은 그 특성상 국내 기관투자자 자금은 많지 않고 대부분 외국인 자금임. 따라서 외국인 투자자에 한정된 순매수대금이 수급 영향액의 대응치로서 더 적절함. 참고로 추종 자금 중 패시브 펀드에 한정해서는, 월말 리밸런싱일에 거래가 집중되며 특히 해당일 오후장이나 마감 동시호가 시의 거래량이 급증하는 경향이 있음. 리밸런싱일 후의 익월 첫 거래일은 항상 정반대의 단기 되돌림 현상이 나타남.

5) 기초 데이터는 최근 3번의 정기 리뷰 편출입 종목 정보를 가져옴. 먼저, 각 종목별 [종목 수급 영향 규모 / 종목 유동시총] 비율을 각기 계산함. 이때, ‘종목 수급 영향 규모’는 편입 종목에 대해서는 월간 외국인 순매수대금, 편출 종목에 대해서는 월간 외국인 순매도대금을 사용함.

6) 각 종목별 [종목 수급 영향 규모 / 종목 유동시총] 비율을, 정기 리뷰 시점으로 묶어서, 각 정기 리뷰의 [종목 수급 영향 규모 / 종목 유동시총] 비율 median 값을 대푯값으로 산출함. 각 종목의 실제 사후 외국인 매매에는 MSCI 이슈뿐만 아니라 다양한 요인에 의해서 영향을 받을 수 있음. 따라서, 편출입이 많이 있는 샘플 내에서, 단순 평균값보다는 이상치의 영향이 더 적은 median 값을 사용하는 것이 더 합리적이라고 판단함. 그리고, 편입 종목과 편출 종목에서의 매매 패턴이 다를 수 있음을 감안하여, 편출입 종목 전체에 대한 median 값과 편입 종목에 한정된 median 값을 각기 따로 산출함.

7) 정기 리뷰 시점별 [종목 수급 영향 규모 / 종목 유동시총] 비율 median 값을 가지고, 해당 수치들의 평균을 통해서, 최종적인 MSCI의 “추종 자금 / 지수 규모 비율” 수치를 만들어 냄. 이때, 편출입 종목 전체 기준의 추정값과 편입 종목만의 추정값을 각자 만듦.

8) 이상의 계산은 MSCI Korea (standard) 지수의 편출입 종목을 가지고 진행함. 따라서, MSCI Korea 지수 기준의 “추종 자금 / 지수 규모 비율” 수치임. 당사는 MSCI EM 지수군 추종 자금과 관련해서, MSCI Korea 같은 개별 국가 지수 단독의 추종 자금은 미미하다고 보며, 추종 자금 대부분이 MSCI EM 자체를 추종하는 것으로 산정함. 따라서, MSCI Korea 기준의 “추종 자금 / 지수 규모 비율” 수치와 MSCI EM 기준의 “추종 자금/지수규모 비율”을 동일하다고 판단함. 따라서, MSCI EM 기준의 추종 자금 절대 금액을 추정할 때는,

[MSCI EM 추종 자금 금액 = MSCI EM 지수 유동시총 * 기 계산된 “추종 자금 / 지수 규모 비율”]

산식이 유지된다고 판단함.

이상의 기준을 적용했을 때, MSCI Korea 편출입 종목의 기본 “추종 자금 / 지수 규모 비율”은 현재 2.7% 정도로 계산된다. 즉, 과거 MSCI Korea의 편출입 종목에서 실제 나타난 수급 영향 규모가 평균적으로 종목 유동시가총액의 2.7% 규모였음이 확인된다. 예를 들어 유동시가총액이 10조 원인 종목이 새로 지수에 편입된다고 하면, 이로 인한 수급 영향액(외국인 순매수대금)은 월간으로 2,700억 원을 예상할 수 있다.

이상의 기본 추산법 외에, 편입 종목에 대해서만 리뷰 월의 전월까지를 포함한 “두 달간의 외국인 순매수대금” 정보를 가지고, 추종 자금 영향력을 계산하는 방식 또한 생각해 볼 수 있다. 최근의 패턴을 보면, MSCI 편입 종목에 대한 사전 예측과 함께 외국인의 매수세 또한 점차 더 빨라지고 있는 것이 사실이다. 예로 2월 정기 리뷰 편입 예정 종목에 대해서 1월부터 외국인 순매수가 들어오는 일이 매우 흔하다(다만, 편출 종목에 대해서는 이런 사전 매매 패턴이 약함). 따라서, 편입 종목에 한정하여 수급 영향력의 최대치를 측정하기 위해, 총 2개월 기준의 순매수대금을 수급 영향액으로 보는 계산법을, 아래의 표와 같이 진행하였다.

MSCI 실질 추종 자금 추산 - 대안 가정: 편입 종목의 두 달간 외국인 순매매액 기준

정기 리뷰 이벤트	편출입 여부	종목코드	종목명	월초 유동시총 (십억 원)	전월 및 당월(2달) 외국인 누적순매수 (십억 원)	2개월 외국인순매수/ 종목유동시총 비율 (%)	2개월 종목 수급영향/ 종목유동시총 비율 (%)
2024/02월 정기							
	편입	A450080	에코프로머티	2,395	174	7.3	7.3
	편입	A180640	한진칼	1,979	159	8.0	8.0
	편입 종목 median 값 (%)						7.7(b)
2023/11월 정기							
	편입	A022100	포스코DX	2,522	156	6.2	6.2
	편입	A001570	금양	2,790	254	9.1	9.1
	편입	A017670	SK텔레콤	2,692	40	1.5	1.5
	편입 종목 median 값 (%)						6.2(b)
2023/08월 정기							
	편입	A086520	에코프로	24,125	2,017	8.4	8.4
	편입	A042660	한화오션	2,121	195	9.2	9.2
	편입	A042700	한미반도체	2,339	54	2.3	2.3
	편입	A035900	JYP Ent.	3,683	-105	-2.8	-2.8
	편입 종목 median 값 (%)						5.3(b)
전체 평균							
	편입 종목 기준, 추종 자금 / 지수 규모 비율 (평균값)						6.4 (b의 평균)

자료: 삼성증권, MSCI

위 결과를 보면, 편입 종목에 한정해, 2개월 외국인 순매수대금으로 측정된 MSCI “추종 자금 / 지수 규모 비율”은 6.4%까지 상승한다. 즉, MSCI 편입 종목에 대해서는, 유동시가총액 대비 최대 6.4%까지 넓은 구간에서의 외국인 매수세가 나타날 수 있다. 이는 실제 추종 자금 외에도 (투기적 거래자의) 가 수요도 포함된 경우라고 할 수 있다.

결론적으로 정리하면, 한 달 기준 외국인 매매 동향을 감안한 MSCI 지수의 “추종 자금 / 지수 규모 비율”을 2.7% 정도로 추산한다. 편입 예정 종목에 대한 장기적인 사전 매매 패턴까지 고려한다면, 이 비율을 2.7%~6.4%로 확대해서 볼 수도 있다. 이를 기초로, 당사는 편출입 종목에 대한 수급 영향액 계산 시, 3%의 추종 자금 / 지수 규모 비율을 기본 적용할 예정이다.

2) Top-down 방식

MSCI 사는 운용 자산 조사를 통해서, MSCI 지수를 벤치마크로 삼는 지수 추종 자금 규모를 자체적으로 정기적으로 업데이트하고 있다. 이 수치가 MSCI 추종 자기에 대한 top-down 방식 추산치의 대표적인 사례다. 다만, 해당 추종 자금 규모는 평소 과대계상되는 측면 또한 크다. MSCI의 자체 조사이므로 수치를 크게 만들 유인이 많다는 점, 형식적 벤치마크 지정과 실제 운용이 다를 수 있는 점, 재위탁 자금과 같은 더블 카운팅 이슈가 가능한 점 등으로 인해서, MSCI의 추종 자금 발표치는 일반적인 기대 수준보다 큰 것이 사실이다. MSCI의 최근 발표 MSCI 추종 자금 규모 정보는 다음과 같다.

MSCI 발표 글로벌 명목 추종 자금 (2023년 2Q 기준)

\$ billion	Active	Indexed	Total
TOTAL	10,298	4,627	14,925
ACWI	4,006	270	4,276
EAFE	1,134	374	1,508
EM	1,016	329	1,345
World	2,659	798	3,457
USA	190	585	775
Europe	506	177	683
Asia	279	488	767
Other / Unclassified (incl. F&O)	508	1,606	2,114

참고: 참고로 2023년 2Q 기준 MSCI ACWI 지수규모(지수 유동시가총액)은 63조 달러임

자료: MSCI 발표자료

이 자료에 따르면, MSCI ACWI 지수군의 총 추종 자금은 작년 6월말 기준으로 15조 달러라고 밝히고 있다. 참고로 해당 시점의 MSCI ACWI 지수 규모(지수 유동시가총액)은 63조 달러였다. 즉, 이 수치면, 전 세계의 모든 주식 투자자금(개인 투자 포함) 중 24%(15조 달러 / 63조 달러)가 확정적으로 MSCI 지수를 쓰고 있다는 것이 된다. 다소 과하다는 느낌을 지울 수 없다. 이런 MSCI의 Top-down 추종 자금 수치는 참고 의견 중 하나로 보는 것이 적절하다.

MSCI 발표 기준, EM 관련 명목 추종 자금 (2023년 2Q 기준)

\$ billion	Active	Indexed	Total
EM	1,016	329	1,345
ACWI/Other 규모	4,514	1,876	6,390
EM의 ACWI 내 비율			10%
ACWI/Other 내 EM 지분	451	188	639
EM 총 합계	1,467	517	1,984

자료: MSCI, 삼성증권

MSCI 발표 자료 중에서 MSCI EM 관련 자금을 별도로 분리해 계산해 보면, 위의 표와 같다. EM 관련된 추종 자금만 분리하면, 작년 6월 기준 MSCI EM 관련 top-down 추종 자금은 2조 달러로 나온다. 작년 6월의 MSCI EM 유동시가총액은 6.7조 달러를 기록했다. 즉, MSCI EM의 top-down “추종 자금 / 지수 규모 비율”은 30%까지 올라간다. 이 수치는, 실제 거래를 통해서 확인한 bottom-up 비율 2.7%~6.4% 규모와 상당한 갭이 있음을 알 수 있다.

3) 참고: 코스피 200, 코스닥 150 지수 top-down 추종 자금 산출

코스피 200, 코스닥 150 지수는 국내의 대표적인 주가지수며 특히 패시브 자금의 주요 벤치마크 지수에 해당한다. 두 지수에 대한 top-down 추종 자금은, 해당 지수를 벤치마크로 쓰고 있는 ETF의 투자 규모 합산을 통해서 간략히 추산할 수 있다. 1) 해당 지수가 주로 패시브 자금의 벤치마크로 쓰이는 점, 2) 국내 패시브 자금에서 ETF 형태 투자가 대다수라는 점에서 해당 기준을 사용하는 데 큰 무리는 없다.

코스피 200 추종 자금 추산 (24/2월말 기준)

ETF코드	추종 ETF명 (규모 상위순)	시가총액(십억원)
A069500	KODEX 200	6,784
A102110	TIGER 200	2,199
A122630	KODEX 레버리지	2,139
A278530	KODEX 200TR	2,005
A148020	KBSTAR 200	1,312
A139260	TIGER 200 IT	761
A294400	KOSEF 200TR	661
A152100	ARIRANG 200	627
A293180	HANARO 200	543
A105190	ACE 200	473
...		
코스피 200 추종 ETF AUM 합계 (조원)		19.7
코스피 200 지수규모(지수유동시총) (조원)		1,167.9
코스피 200 "추종 자금 / 지수 규모 비율" (%)		1.7

자료: 삼성증권

코스닥 150 추종 자금 추산 (24/2월말 기준)

ETF코드	추종 ETF명 (규모 상위순)	시가총액(십억원)
A233740	KODEX 코스닥150레버리지	1,020
A229200	KODEX 코스닥150	831
A270810	KBSTAR 코스닥150	106
A232080	TIGER 코스닥150	101
A233160	TIGER 코스닥150 레버리지	52
A450910	SOL 코스닥150	27
A261070	TIGER 코스닥150바이오테크	22
A354500	ACE 코스닥150	23
A304770	HANARO 코스닥150	19
A316670	KOSEF 코스닥150	15
...		
코스닥 150 추종 ETF AUM 합계 (조원)		2.2
코스닥 150 지수규모(지수유동시총) (조원)		123.1
코스닥 150 "추종 자금 / 지수 규모 비율" (%)		1.8

자료: 삼성증권

코스피 200과 코스닥 150 지수에 대한 ETF AUM을 활용한 지수 "추종 자금 / 지수 규모 비율" 수치를 계산하면 위의 표와 같다. 즉, 코스피 200의 해당 비율은 1.7%다. 즉, 코스피 200 지수에서 특정 종목이 편입되거나 편출될 경우, 종목 유동시가총액의 1.7% 만큼 수급 영향 규모가 나타날 것으로 예상할 수 있다. 코스닥 150의 해당 비율은 1.8%로 코스피 200의 비율과 유사하다.

국내 지수의 실제 영향력 발휘에 있어서 또 고려할 점은, ETF 운용자의 기계적인 매매가 아닌 재량적인 매매 패턴은 국내 지수 이벤트의 영향력을 줄이는 방향으로 작용할 수 있다. 반면, ETF 이외 대형 연기금 내부의 패시브한 투자 운용은 국내 지수 변화의 영향력을 높이는 방향으로 작용할 수 있다.

2. 해외 상장 주식 이슈

MSCI에서 기업 및 주식의 소속 국가를 분류하는 방식은 일차적으로 기업의 법인 설립 위치와 1차 상장 위치를 기준으로 판단한다. 여기에 불일치가 있을 경우 2차 상장지, 주주의 지역적 구성 등등을 가지고 판단하게 된다(Appendix III: Country Classification of Securities 내용). MSCI 지수에서 기본적으로는, 특정 국가 주식이 해당 국가 MSCI 지수에 편입되기 위해서는 그 주식이 해당 국가에 상장되어야 한다(현지 상장 조건). 해당국 분류 주식이 다른 국가에 상장된 경우(해외 상장)에는 원칙적으로 국가 지수에 포함되지 못한다. 즉, 원리 상 MSCI Korea 지수에 포함되기 위해서는 한국 주식이 한국 내에 상장되어야 하는 것이다. 그러나, 중국 분류 주식이 홍콩에 많이 상장되어 있는 중국 케이스 등 많은 국가의 현실을 감안하여, MSCI는 예외적으로 해외 상장 주식을 해당 국가 지수에 편입시키는 별도 기준을 가지고 있다. Appendix IV: Foreign Listing Materiality Requirement가 해외 상장 주식 편입과 관련한 정확한 기준 규정이다. 이의 주요 내용은 1) 기본적으로 현지 상장된 국가 주식만 해당국 지수에 포함시키지만, 2) 해외 상장 사례가 무시할 수 없을 만큼 빈번한 국가에 있어서는 해외 상장 주식도 해당국 지수에 포함시킨다는 내용이다.

한국의 경우, 기존에는 대부분의 한국 주식들이 한국거래소에만 상장되어서 “해외 상장 중요성 요건”을 고려할 필요가 없었다. 그러나, 쿠팡이 미국 NYSE에 이미 상장된 바 있고, 최근 셀트리온홀딩스가 미국 나스닥 상장 의사를 밝히는 뉴스가 있었다. 이에, “해외 상장 중요성 요건”에 대해서 한번 확인해 볼 시기가 되었다.

해외 상장 중요성 요건 요약

1. 기본 원칙: 해당 국가로 분류된 주식은 “현지 상장”일 경우에만, MSCI의 해당 국가 지수에 포함될 수 있음

2. 예외 사항: 해당 국가로 분류된 주식이 “해외 상장”일 경우에는, 해당 국가 자체가 해외 상장이 중요하고 빈번하게 발생하는 국가일 때만, 해외 상장 주식이 해당국 지수에 포함될 수 있음.

3. 국가 레벨에서 해외 상장 사례가 중요하다고 판단하는 기준(해외 상장 중요성 요건):

국가 레벨에서 해외 상장 주식 정보를 수집하여,

1) 해외 상장 주식의 유동시가총액 합계가 해당국 IMI의 유동시가총액의 5% 이상

2) 해외 상장 주식의 유동시가총액 합계가 MSCI ACWI IMI의 유동시가총액의 0.05% 이상

이 두 조건을 만족하면, 해외 상장이 많은 국가라고 인정함. 이들 국가에서만 해외 상장 주식이 해당국 지수에 포함될 수 있음.

4. 해외 상장 적격 국가의 업데이트: 매 분기 리뷰 별로 해당 요건을 체크함. 해외 상장 적격 국가로 새로 지정되면, 분기 리뷰에서 공표된 이후 다다음 분기(6개월 후)부터 해외 상장 주식들이 국가 지수에 편입 가능해짐.

현재, 중국을 비롯한 전 세계 19개국만이 MSCI의 해외 상장 적격 국가로 지정되어 있다. DM 및 EM 국가에서는 7개 국가만이 이에 해당한다(Brazil, China, Hong Kong, Israel, Netherlands, Peru, Singapore).

만약, 셀트리온홀딩스가 미국 나스닥에 상장한다고 할 때, 이 셀트리온홀딩스가 MSCI Korea 지수에 들어오기 위해서는, 먼저 한국 시장 자체가 해외 상장 중요성 요건을 통과해야 한다. 현재는 쿠팡 정도만 유의미하게 큰 규모의 해외 상장이므로, 이 두 기업 정도만으로 요건 체크를 진행해 보았다.

한국의 해외 상장 중요성 요건 필요액 계산

항목	항목	금액
한국 기준		
	MSCI Korea IMI 유동시가총액 (십억 달러)	1,035
	MSCI Korea IMI의 5% (십억 달러) (a)	52
	MSCI ACWI IMI 유동시가총액 (십억 달러)	78,975
	MSCI ACWI IMI의 0.05% (십억 달러) (b)	39
	해외 상장 중요성 요건 허들 (십억 달러) (c=max(a, b))	52
한국 해외 상장 건		
	쿠팡의 시가총액 (십억 달러)	33
	쿠팡의 유동비율 (%)	61
	쿠팡의 유동시가총액 (십억 달러) (d)	20
	추가 필요 유동시가총액 (십억 달러) (e=c-d)	32

참고: 2월 29일자 종가 기준

자료: 삼성증권

2월 말 기준으로 한국이 해외 상장 중요성 요건을 통과하기 위해서는, 해외 상장 주식들의 전체 유동시가총액합계가 Korea IMI 규모의 5%와 ACWI IMI 규모의 0.05%의 큰 값인 520억 달러를 넘어서야 한다. 현재 쿠팡의 시가총액은 330억 달러, 유동시가총액은 200억 달러로 확인된다. 따라서, 쿠팡 이외의 해외 상장 기업의 유동시가총액 합계가 320억 달러 정도를 넘어서야, 한국이 해외 상장 중요성 국가로 지정될 수 있다. 언론 기사들을 확인해 보면, 셀트리온홀딩스의 현재 지분은 대부분 서정진 회장이 가지고 있으며, 상장을 통해 5조 원의 시드 머니를 확보할 계획이라고 알려져 있다. 따라서, 셀트리온홀딩스 상장만으로는 해외 상장 건 추가 필요 금액인 320억 달러(약 42조원)이 충족될 가능성이 상당히 낮다고 본다.

최근에는 네이버웹툰의 미국 상장 뉴스도 나오고 있으나, 기업 가치 등을 감안하면, 이를 포함해도 중요성 요건을 충족할 수준에는 아직 부족하다. 결론적으로, 한국 기업 중 해외에 상장된 주식들이 MSCI Korea에 편입되는 이벤트는 단시일 내에는 성사되기 힘들다고 판단한다.

3. MSCI 지수 이벤트 및 국가 비중 변화의 이해

MSCI 지수의 시장 영향

MSCI 지수 변화가 한국 시장에 영향을 주는 경우는 크게 다음의 두 가지다.

첫째, MSCI 지수 내 국가 비중이 크게 바뀔 때, 시장 전체에 대한 외국인 수급 변화와 주가 변화가 나타날 수 있다(매크로 측면). MSCI 국가 분류에서 한국은 현재 EM(Emerging Market) 지수에 포함되어 있다. MSCI가 EM 지수 내에 새로운 국가를 추가하거나 하는 경우, 이로 인해 한국 시장에 대한 외국인 중단기 수급 변화 및 가격 변화가 발생할 수 있다. 중국 A주와 사우디 아라비아의 EM 신규 편입이 대표적이다. 한국의 DM 승격 변화도 큰 영향을 줄 수 있다.

둘째, MSCI 지수 내 종목들의 신규 추가나 삭제, 비중 변경 등은 해당 종목에 대한 외국인 수급과 주가 변화를 야기한다(마이크로 측면). MSCI 지수는 각국 주식시장을 잘 반영하기 위해 시가총액이 커진 주요 종목을 새로 추가하고, 시가총액이 줄어든 종목을 삭제하는 정기 리밸런싱을 주기적으로 실시한다. 이런 종목 편출입이 MSCI 이벤트의 핵심적인 부분에 해당한다. 편출입이 아니면서 종목의 비중이 크게 변경하는 경우는 보통 1) 주식의 유동비율 변경을 반영하거나, 2) 자사주 소각 혹은 증자 등에 의한 주식 수 변경을 반영하거나, 3) 외국인 지분 제한이 있는 주식의 foreign room(외국인 추가 매수 한도)이 변경되는 케이스들이 있다.

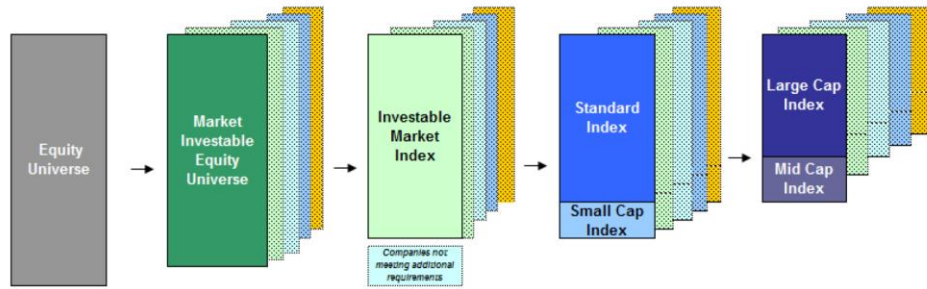
MSCI 시장 분류 (Market Classification)

MSCI ACWI INDEX					
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX		
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS		
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia
Canada United States	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland United Kingdom	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Kuwait Poland Qatar Saudi Arabia South Africa Turkey United Arab Emirates	China India Indonesia Korea Malaysia Philippines Taiwan Thailand

참고: 2024년 3월 기준. DM은 23개국, EM은 24개국임. MSCI 지수에서 한국은 현재 EM 시장에 포함되어 있음
 자료: MSCI

MSCI는 다양한 측면으로 지수들을 세분화시켜 만들어 놓았다. 국가별로 나뉜 국가 지수가 있고, 경제 및 시장 발전 단계에 따라 이를 그룹화한 종합 지수인 DM(Developed Market) 지수, EM(Emerging Market) 지수가 존재한다. 그리고, 지수 포함 종목들을 사이즈별로 묶어서 Standard 지수(MSCI의 대형주, 중형주 포함 지수), 소형주 지수, IMI(Investable Market Index, Standard 지수와 소형주 지수를 합침) 등의 다양한 지수를 만들었다.

MSCI GIMI(Global Investable Market Index)의 사이즈별 구성도



참고: 오른쪽에서 두 번째 Standard Index가 사이즈별 지수 중에서 가장 중요한 지수임. MSCI 지수 방법론 섹션 2.3에 수록.
 MSCI에서 대형주는 누적 유동시가총액 커버 70%까지의 종목군을 말함. 중형주는 대형주 다음의 누적 유동시가총액 커버 85%까지의 종목군을 말함. Standard 지수는 대형주+중형주 즉, 누적 유동시가총액 커버 85%까지의 전체 종목군을 포함함
 자료: MSCI

이 중 우리가 가장 주목해야 하는 지수는 MSCI EM Standard 지수다(줄여서 MSCI EM 지수라고 함).

이는 MSCI EM의 사이즈별 지수들 중에서 Standard 지수의 영향력이 가장 크기 때문이다. ETF에 한정해서 본다면, MSCI EM IMI를 벤치마크로 하는 'IEMG' ETF의 규모가 MSCI EM Standard를 벤치마크로 하는 'EEM' ETF의 규모를 역전한 상황이다. 그러나 추종하는 액티브 펀드들의 규모를 감안한다면, MSCI EM Standard 추종 자금 규모가 아직 절대적이다. 실제 지수 변화의 주가 영향에 있어서도, MSCI EM Small Cap 및 IMI 지수보다는 MSCI EM (Standard) 지수의 영향력이 훨씬 크게 확인된다.

MSCI 국가 비중 변화에 대한 이해

1년에 4번 있는 정기 리뷰에서 MSCI EM 내 한국 비중이 변화한다고 할 때, 변경 전과 변경 후의 절대 비중 수치는 사실 그리 중요하지 않다. 대신, 얼마만큼 바뀌었다는 그 순간 변화량의 정보가 더 중요하다. 왜냐하면 MSCI EM 내 한국 비중이라는 절대 수치는 주가 변동에 따라 매일 바뀌는 유동적인 수치이고, 강제적인 리밸런싱을 통해서 변경되는 규모가 실제 시장 영향력과 연관되기 때문이다.

지수라고 생각하기보다는, 익숙한 펀드 개념으로 생각하면 쉽다. KODEX 200이나 일반적인 펀드에서 삼성전자의 펀드 내 비중이라는 수치는 고정되지 않고 매일 바뀐다. 모든 종목의 주가가 매일 바뀌기 때문에, 펀드 포트폴리오에서 삼성전자가 차지하는 비중이라는 것은 매일 바뀔 수밖에 없다. 지수도 마찬가지다. MSCI 내 한국 비중이라는 수치는 MSCI가 인위적으로 관리하는 수치가 아니다. 이 수치는 지수가 보유한 한국 종목들의 전체 유동시가총액 합계를 MSCI EM 지수 유동시가총액으로 나눈 수치다. 따라서, 주가 변화에 따라 매 순간 변화하는 값이다.

MSCI 정기 리뷰 리밸런싱은 각 국가별로 주식들의 추가와 삭제가 한 번에 이뤄지는 작업이다. 리밸런싱 직전과 직후의 각 종목 비중을 국가별로 합치면, 국가 비중의 변화폭이 확인된다. 실제로 이 비중 변화 수치만큼 국가별로 종목들의 매수, 매도가 발생하게 되고, 그것들이 합쳐져 매크로적인 외국인 투자자의 수급 변화로 나타나는 것이다. 정기 리뷰 리밸런싱의 영향을 체크하려면, 매일매일 바뀌는 한국 비중 절대 수치를 보는 것이 아닌, 구체적인 액션을 의미하는 변경 폭 수치에 집중하는 것이 더 맞다.

4. MSCI 주요 방법론 요약 (정기 리뷰 / 상시 변경)

MSCI의 방법론 중, 가장 중요한 분기별 정기 리뷰와 상시 변경 관련한 방법론 내용을 요약 정리하면 다음과 같다. 이 장은 MSCI의 종목 교체 로직에 대한 전반적인 이해를 하거나, MSCI의 정기 변경을 예측하고자 하는 투자자를 위한 내용이다.

MSCI 지수 변화 시에는 대형주와 중형주를 합친 Standard Index 기준에서의 종목 추가/삭제가 가장 중요한 이벤트다. 따라서 방법론 내용 전체를 요약할 때, Standard Size-Segment를 기준으로 정리했다. 내용 정리는 실제 MSCI 정기 리뷰의 절차를 그대로 따라갈 수 있도록, 원래 방법론의 진행 순으로 배치했다.

정기 리뷰의 기본 방향은 MSCI 지수가 각국의 주식시장 흐름을 잘 쫓아가기 위해서, 시가총액이 커진 중요한 주식을 새로 넣고 시가총액이 줄어든 중요하지 않은 주식을 빼는 작업을 정기적으로 하는 것이다. 이것이 정기 리뷰 상에서의 종목 편출입의 기본 원리다. 이때 종목을 가르는 기준점으로 Cutoff란 시가총액 기준점이 사용된다.

Cutoff란?

MSCI Standard 지수는, 종목의 누적 유동시가총액이 전체 시장의 85%를 커버하도록 시가총액 상위 순으로 종목을 담고 있는 지수에 해당한다. 이때 Standard Cutoff는 원칙적으로 누적 유동시가총액 85% 지점의 시가총액에 해당하는 지수 편출입용 시가총액 기준점을 말한다. Cutoff를 정확히 계산하는 방법은 다소 복잡하데, 대략 현재 MSCI 한국 지수의 기업 수(Number of Company)와 같은 시총 순위에 해당하는 기업의 시가총액을 다시 가져오는 방식으로 계산된다. 한국 Cutoff는, 시장 등락에 따라 바뀌지만 대략 2조 원~4조 원 사이에서 움직이고 있다.

지수가 계속 시가총액 상위 주식을 보유하면서 동시에 지수 변동의 회전율도 낮추기 위해서, MSCI는 다소 복잡한 형태의 버퍼 룰을 포함한 지수 리밸런싱 규칙을 가지고 있다.

MSCI 지수의 유지 관리 절차

절차	내용	방법론 세션
분기 리뷰 (Quarterly Review)	2월, 5월, 8월, 11월에 있는 지수 정기 변경	3.1
상시 변경 (Ongoing Event-Related Changes)	상시 이벤트 관련 반영 (대형 IPO의 조기 편입 등)	3.2

참고: 2023년 2월부터 Comprehensive Quarterly Review가 도입되면서, 기존 분기 리뷰와 분기 리뷰가 분기 리뷰란 이름으로 합쳐짐
 자료: MSCI, 삼성증권

분기 지수 리뷰 (섹션 3.1)

1. 주식 유니버스의 업데이트 (큰 영향 없음)	섹션 3.1.1
※ DM Europe을 제외하고, 각 시장(market)은 각 단일 국가에 대응됨. 관리종목은 제외됨. 한 국가 내에서 전 종목을 다 포함함(한국은 우선주를 포함함).	2.1.1, Appx 1, 2.1.2
2. Market Investable Equity Universe(MIEU)의 업데이트	섹션 3.1.2
(3.1.2.1~3.1.2.4는 큰 영향 없음)	3.1.2.1~4
FIF가 15% 미만 신규 주식은, 유동시가총액이 Standard Cutoff*0.5*1.8 이상이어야 포함됨(기존 종목은 무관).	3.1.2.5
외국인 보유 한도가 있는 주식은 foreign room이 15% 이상이어야 신규로 포함됨. 기존 구성종목들은 상관없음. 즉, Foreign room 축소로 제외되었던 종목은, foreign room 규정 재충족해야 MIEU에 다시 들어가는 구조임	3.1.2.6, 2.2.8
IPO주가 MIEU에 포함되려면, 리뷰 리밸런싱일 전 최소 3개월 거래 기간 필요함(Minimum Length of Trading Requirement). 즉, 2월 리뷰는 11월 말, 5월 리뷰는 2월 말, 8월 리뷰는 5월 말, 11월 리뷰는 8월 말까지 상장되어 야 함. 3개월 거래 기간을 충족하지 못하는 신규 주식은 아래 기준을 모두 충족하면 MIEU에 포함됨. 1) 전체시총이 Standard Cutoff*1.8을 초과, 2) 유동시총이 Standard Cutoff*0.5*1.8을 초과	3.1.2.7 2.2.7
Standard 지수 종목 편출입을 결정할 때, 여기 있는 MIEU 종목 리스트를 기준으로 작업하게 됨	
3. Global Minimum Size Reference와 Global Minimum Size Range 재계산	섹션 3.1.3
EM용 Standard Index GMSR은, MSCI EM Standard에 포함되기 위해 지역 전체에 적용되는 시가총액 기준점 및 Range를 말함(원칙은 DM 누적유동시가총액의 85% 지점 수치의 절반). 평소에는 큰 영향 없음	Appx X
4. Standard 기업 수(NOC, number of company)와 Cutoff(시총 기준점) 재산정	섹션 3.1.4
1) 일반적인 상황에서(한국 Interim Cutoff가 GMSR 하단 이상인 경우), 아래 과정으로 NOC가 결정됨. 직전 NOC(기업 수) → “직전 MIEU”에서, NOC로 Interim Cutoff 계산 → “리뷰용 MIEU”에서, Cutoff로 NOC 계산 → Initial NOC가 결정됨. 이 말인즉슨 MIEU에서 Cutoff 이상 종목군의 변화가 없었으면, 직전 NOC와 동일하게 Initial NOC가 결정된다는 것임. 따라서, 이 상황에서 Standard 기업 수는 유지됨. 일반적인 “기업 수 유지 개념”은 이때 상황을 말할. 그런데, “직전 MIEU”에 대비된 “리뷰용 MIEU”에 (Cutoff 이상의) 시총 큰 종목들이 신규 추가되는 경우에는, 그 수만큼 NOC가 증가함. 리뷰용 MIEU에서 시총 큰 종목이 갑자기 제외(상폐 등)되는 경우에는, 그만큼 NOC가 감소함. 2) 한국 Interim Cutoff가 GMSR 하단 미만인 일반적이지 않은 상황에서는, NOC에 추가적인 조정이 들어감. 만약 Initial Cutoff가 Size and Target Area 범위에서 벗어나면, 최종 기업 수에 조정이 들어감 (드물게 발생) 이때, 여기서 Size and Target Area는 1) 한국 누적 유동시총 커버 85%+/-5% 범위와 2) EM GMSR 범위를 뜻함 한국 Standard Cutoff는, 최종 MIEU에서 최종 기업 수 순위에 해당하는 기업 시총을 가져와서 사용함.	3.1.4.1, 3.2.1 3.1.4.2
5. Size-Segment 할당하기	섹션 3.1.5
Standard 기업 수가 충족될 때까지, 아래의 우선순위로 기업들이 채워짐 ① Standard 현재 구성종목 및 직전 리뷰 당시 Final 요건에서 탈락한 기업 중, 시총이 Cutoff 이상인 기업 ② 시총이 Cutoff 이상인, 신규 투자가능 기업(Newly investable: MIEU에 새로 들어온) ③ Small Cap 구성종목 중 시총이 Upper Buffer(Cutoff*1.5) 이상인 기업 (구체적으로, Small Cap 구성종목 및 직전 리뷰 당시 Small Cap 할당되었으나 Final 요건 탈락한 기업 등) ④ Standard 현재 구성종목 및 Final 요건 탈락한 기업 중, Lower Buffer(Cutoff*2/3) 이상인 기업 ⑤ 미할당 기업군의 Upper Buffer 이상의 가장 큰 기업들 (EM 기준)	3.1.5, 3.1.5.1
이 순서가 가장 중요함. 기존 종목들은 Cutoff(기준점)보다 크면 유지하고, 하위 Small Cap 종목들은 시총이 상당히 커야만 상위 Standard 지수로 올려주는 버퍼 룰을 사용함. 보통 1~4 단계에서 종료됨. ※ Cutoff는 신규 상장 종목이 Standard로 들어오기 위한 시총 기준점임. Upper Buffer는 기존 Small Cap 종목이 Standard로 올라오기 위한 높은 시총 기준점임. Lower Buffer는 기존 Standard 종목이 Small Cap으로 내려가기 위해 낮게 설정된 시총 기준점임.	

6. Final 투자가능성 요건 평가 섹션 3.1.6

* 이전까지는 기업 기준으로 판단함. 여기서부터는 개별 주식(보통주, 우선주 각각) 기준으로 판단함 2.2.2

조기편입 결정된 IPO종목의 편입 발효일이 지수 리뷰 발효일의 5일 전부터 3일 후 사이면, 조기편입 시점이 정리 리뷰 시점으로 합쳐짐 3.1.6.1

신규 구성종목의 체크 (첫 구성 때의 Final 요건(섹션 2.3.6)과 동일): 3.1.6.1

① 최소유동시가총액: Cutoff*0.5 이상이어야 통과 2.3.6.1

② FIF가 0.15 미만이면, 유동시가총액이 Cutoff*0.5*1.8 이상이어야 통과 2.3.6.1

③ 최소 Foreign Room: 원칙은 25% 이상을 요구. 15% 이상이면 통과됨.
Foreign Room이 15~25% 사이면 0.5의 adj factor 적용 2.3.6.2

④ 극단적 가격 상승인지 체크 2.3.6.3

기간	5D	10D	15D	20D	25D	30D	35D	40D	45D	50D	55D	60D
초과수익률 기준점 (%)	100	100	100	100	200	200	200	200	400	400	400	400

위 12개 구간의 초과수익률(동일 국가-섹터의 평균수익률 대비한)을 측정해서, 기준에 걸리면 탈락함

(* 2024년 5월 리뷰부터 극단적 가격 상승 요건을 강화하도록, 방법론이 변경될 가능성이 존재함.)

기존 구성종목의 체크 (신규 종목 대비 버퍼가 적용된 완화된 버전): 3.1.6.2

① 최소유동시가총액: Cutoff*0.5*2/3 이상이어야 통과 3.1.6.2

② FIF가 0.15 미만이면, 유동시가총액이 Cutoff*0.5*1.8*2/3 이상이어야 통과 3.1.6.2

③ Lower buffer에 있는 Standard 기준 구성종목이 Final 요건에 실패하면 Small Cap으로 이동.
Final 요건에 실패한 다른 모든 Standard 기준 구성종목은, 어떤 지수에도 포함되지 않고 빠짐 3.1.6.2

④ Foreign Room 3.1.6.2

Post-review adjustment factor

	15% <=		7.5% <=		3.75% <=	
	Foreign room >= 25%	Foreign room < 25%	Foreign room < 15%	Foreign room < 7.5%	Foreign room < 3.75%	Foreign room
Current adjustment factor=1	1	1	0.5	0.25	0	
Current adjustment factor=0.5	1	0.5	0.5	0.25	0	
Current adjustment factor=0.25	1	0.5	0.25	0.25	0	

Foreign Room에 따라 위 표와 같이 adjustment factor를 적용함.

Foreign Room 감소 이후의 adj factor 재상향이나 삭제 이후의 재포함은 12개월 후에 다시 검토됨

7. FIF와 주식 수 변화에 대한 지수 리뷰 섹션 3.1.7, 3.1.8

* MSCI의 FIF(지수유동비율)는 15% 이상일 때는 5% 단위로 반올림, 그 이하일 때는 1% 단위로 반올림함 Appx VI

일반적인 1% 이상의 유동비율 변화는 지수 리뷰에서 FIF에 반영됨 3.1.7, 3.1.8
일반적인 주식 수 변경은 지수 리뷰에서 처리

8. 지수 리뷰 데이터 기준일 섹션 3.1.9

Equity Universe Cutoff Date: 종목 리스트는 지수 리뷰의 3개월 전 말일 기준을 씀 (예로, 2월 리뷰면 11월 말) 3.1.9

Price Cutoff Date: 시총 기준일은, 직전월 마지막 10개 영업일들 중에서 랜덤 선택 (예로, 2월 리뷰면 1월 마지막 10개 영업일 중 하나로 랜덤 선택. 사후 오픈)

상시 이벤트 관련 변경 (섹션 3.2)

1. 일별 관리용 Interim Cutoff 결정하기	섹션 3.2.1
Interim Cutoff는 일별 관리하는 Cutoff로, 직전 Standard 기업 수 순위의 기업 시가총액임	3.2.1
2. Standard 기업 수 업데이트	섹션 3.2.2
기업 이벤트 결과로 Standard 지수에 기업이 추가되거나 삭제되면, Standard 기업 수가 이에 맞춰 조정됨	3.2.2
3. 기존 지수 구성종목에 영향을 주는 기업 이벤트	섹션 3.2.3
기존 종목의 FIF 및 주식 수 변동, 대형 기업 이벤트로 인한 사이즈 분류 변화, (기업 분할 등에 의한) 비구성종목의 조기 편입, 기존 종목의 조기 삭제 등이 상시 적용될 수 있음 (주의해야 할 항목은 딱히 없음)	3.2.3
4. 비구성종목에 영향을 주는 기업 이벤트	섹션 3.2.4
IPO와 그 외 조기편입: IPO주가 조기 편입을 위해서는, 섹션 2.2의 적격성 규칙(일반적으로 다 합격)과 다음의 사항을 충족해야 함 - 첫째 혹은 둘째 거래일 기준 전체시총이 $Cutoff * 1.8$ 이상이어야 하고, - 이때의 유동시가총액이 $Cutoff * 0.5 * 1.8$ 이상이어야 함	3.2.4.1
IPO의 조기편입이 결정되면, 그 주식의 10번째 거래일의 장 마감 후에 지수에 편입됨	
5. 지수 리뷰에 영향을 주는 기업 이벤트	섹션 3.2.5
지수 리뷰 시점 이후에 영향을 주는 기업 이벤트는, 기준일 이후에도 지수 리뷰에 영향을 줄 수 있음	3.2.5

공지 정책 (섹션 3.3)

공지 정책	섹션 3.3
지수 리뷰는 보통 2,5,8,11월의 마지막 영업일 장 마감 후에 실제 반영됨. 리뷰 내용은 최소 2주 전에 공지	3.3
IPO와 그 외 조기편입: 기업의 첫 거래일 이전이나 세 번째 거래일 시작 시간 이후에는 공지되지 않음. 즉, 첫째 혹은 둘째 날 장 마감 후까지 조기편입이 발표됨	3.3.2

5. MSCI 지수 방법론 상세

“MSCI Global Investable Market Indexes Methodology” 자료를 번역함. 원문에 대한 별도의 설명 내용은 *로 표시함.

참고로, MSCI 유동비율 데이터 방법론(MSCI Free Float Data Methodology)은 2023년 3월에 기본 방법론에서 분리되어 별도 신설됨(챕터 6 내용).

MSCI Global Investable Market Indexes Methodology (February 2024)

Outline of the Methodology Book (방법론 책의 개요)

이 방법론 책은 MSCI의 지수 목적을 개괄하고 MSCI Global Investable Market Index(이하 GIMI)를 생성하고 관리하기 위해 채택된 방법론을 설명한다.

Section 1은 지수의 목적과 디자인을 포함하여 MSCI GIMI의 소개와 배경을 제공한다.

Section 2는 지수 구성에 사용되는 원칙과 방법론을 설명한다. 이는 지수 구성에 사용되는 투자가능성 요건과 size 분할(segmentation) 방법론을 포함한다.

Section 3은 지수 안정성을 제공하고 회전율을 관리하면서, 적시에 시장의 진화를 반영하기 위해 채택된 유지 관리 원칙을 설명한다.

Section 4는 MSCI All Cap 지수 구성에 사용된 원칙과 방법론을 설명한다.

Section 5는 MSCI Frontier 시장 지수 구성에 사용된 원칙과 방법론을 설명한다.

Section 6은 MSCI Standalone 시장 지수 구성에 사용된 원칙과 방법론을 설명한다.

부록(Appendices)은 주식시장 커버리지, 주식의 국가 분류, 유동비율 정의와 평가, 다른 기준에 대한 세부 정보를 담고 있다.

이 방법론 문서 전체에서 사용되는 용어에 대한 추가 정보는, MSCI 웹사이트: <https://www.msci.com/index-methodology>의 MSCI Index Glossary에 나와 있다.

이 책은 2024년 2월에 마지막으로 개정되었다.

1 Introduction to the MSCI Global Investable Market Indexes (MSCI GIMI의 소개)

50년 넘게, MSCI는 기관 투자자들을 위해 가장 널리 사용되는 국제 주가지수를 구축해 왔다. MSCI 글로벌 주가지수가 선도적인 위치를 유지하고 있는 것은 국경을 초월한 투자자들의 변화하고 확대되는 투자 이익을 충족하고 주식의 국제적인 투자 기회 집합을 적절하게 반영하기 위해 지속적으로 진화했기 때문이다.

국제 주식시장과 투자 운용 과정의 발전은 많은 투자자들이 국제 주식시장의 매우 광범위한 커버리지와 사이즈 세분화를 원하게 만들었다. 이러한 욕구를 해결하고 우리의 지수 구성 및 유지 목표를 지속적으로 충족시키기 위해, 국제 투자 커뮤니티의 구성원들과의 철저한 협의 후에, MSCI는 Standard 지수 방법론을, 표본화된 multi-cap 접근법에서 중복되지 않는 size와 style segment를 사용한 완전한 커버리지를 목표로 하는 접근법으로 강화했다. MSCI Standard와 MSCI Small Cap 지수는, 이를 기반으로 하는 다른 MSCI 주가지수와 함께, 이 방법론 책에서 기술된 Global Investable Market Indexes 방법론으로 전환되었다. 전환은 2008년 5월 말에 완료되었다.

MSCI Standard 지수는 MSCI Large Cap과 Mid Cap 지수로 구성되어 있다. MSCI Global Small Cap 지수는 GIMI 방법론에 따른 MSCI Small Cap 지수로 전환되었고, 전환된 MSCI Standard 지수의 구성종목과 중복되지 않는다. MSCI가 제공하는 각 국가, 종합(composite), 섹터, 스타일 지수에 대해서, 관련된 MSCI Large Cap, Mid Cap, Small Cap 지수가 같이 합쳐져서 MSCI Investable Market Index(IMI)를 만든다.

투명성과 객관성 규칙에 기반하여, Global Investable Market Index(GIMI)는 다음의 내용을 제공하는 목적을 가지고 있다.

- 중복되지 않는 사이즈와 스타일 분할(segmentation)에 의한 투자 기회 집합에 대한 완전한 커버리지
- 사이즈와 유동성 스크린의 사용을 통한 투자가능성과 복제 가능성에 대한 강한 강조
- 글로벌 사이즈 완전성과 국가 다양성의 목적 간의 효과적인 균형을 달성하기 위한 사이즈 분할(segmentation)
- 지수 안정성과 적시에 기회 집합의 변화를 반영하는 것 사이의 높은 균형을 제공하는 혁신적인 관리 방법론
- Standard, Large Cap, Mid Cap, Small Cap, IMI를 통한 Size-Segment 지수(사이즈 규모별 지수)들의 완전하고 일관된 집합

위에 나온 혁신들에 추가로, GIMI 방법론은 다음에 나오는 기존 방법론의 많은 특징을 유지하고 있다:

- 의미 있는 종합지수의 생성과 계산을 허용하는 빌딩 블록 접근법의 사용
- Global Industry Classification Standard(GICS)를 사용한 섹터와 산업 지수들의 생성
- 각 투자 기회들의 사이즈를 적절히 반영하고 지수의 복제 가능성을 용이하게 하기 위한, 적격성을 위한 최소 유동비율 요건과 유동시가총액(free float-adjusted capitalization) 가중 방식
- 전세계적으로, 기업 이벤트의 시의적절하고 일관된 처리와 동기화된 리밸런싱

2010년 11월에, 국제 주식시장의 커버리지를 더 넓히기 위해 MSCI는 선진 시장에 대한 Micro Cap Size-Segment를 소개하였고 Large, Mid, Small, Micro Cap Size-Segment를 포함하는 MSCI World All Cap 지수를 소개하였다.

* MSCI IMI 종목들은 사이즈(size)별로 Large Cap, Mid Cap, Small Cap 지수 종목으로 나뉘짐. MSCI Standard 지수는 Large Cap, Mid Cap 지수의 합으로 구성됨. MSCI IMI는 Large, Mid, Small Cap 지수의 합으로 구성됨.

* 선진시장(developed market)에서만 Micro Cap 지수가 추가로 존재함. 선진시장의 Large, Mid, Small, Micro를 합친 MSCI World All Cap 지수 또한 존재함.

2 Constructing the MSCI Global Investable Market Indexes (MSCI GIMI 지수의 구성)

MSCI GIMI는 개별 시장(Market: 국가의 의미)¹ 레벨에서 구성되고 관리된다.

MSCI GIMI의 구성에는 다음의 단계가 포함된다:

- 각 시장(Market: 국가의 의미) 별로 Equity Universe 결정
- 각 시장 별로 Market Investable Equity Universe 결정
- 각 시장 별로 시가총액 size-segment 결정 (사이즈 분류를 적용)
- Standard 지수의 Index Continuity Rule을 적용
- 주식들을 Global Industry Classification Standard(GICS)를 기준으로 분류
- 빌딩 블록 방식을 사용하여, 지역 및 종합 지수가 각 size-segment의 개별 시장 지수로부터 생성된다. GICS 기반 지수, 주식 형태 기반 지수 그리고 다른 세분화된 지수들 또한 시장, 지역, 종합 지수들로부터 파생된다.

이들 각 단계는 다음에 나올 상세 내용에 설명되어 있다.

2.1 Defining the Equity Universe (주식 유니버스의 결정)

Equity Universe는 다음에 의해서 정의된다:

- 적격(eligible) 주식을 확인하기, 그리고
- 해당 적격 주식을 적정 국가로 분류하기

2.1.1 Identifying Eligible Equity Securities (적격 주식의 확인)

모든 상장된 주식과 REIT와 캐나다에 상장된 특정 income trust는 Equity Universe 포함에 적격이다 (eligible). 미국에 상장되고 limited partnership처럼 세금이 매겨지지 않는 limited partnership, limited liability company, business trust들 또한 Equity Universe 포함에 적격이다. 반면, 뮤추얼펀드, ETF, 주식 파생상품, 대부분의 투자신탁은 Equity Universe 포함에 비적격이다.

주식의 특성을 띠는 우선주는 적격이다. 우선주의 정의가 국가별로 심지어 기업별로 다양하기 때문에, MSCI는 주식의 해당 타입을 케이스별로 분석한다. 우선주를 적격으로 판단하는 핵심 조건은, 고정된 배당 권리가 있거나 청산 시 우선주의 액면가까지 기업 순자산의 권리가 있는지 등의, 고정수의 증권과 유사하거나 유사하게 행동하는 특성이 없어야 한다는 점이다. 한편, 보통주와의 차이점이 오직 제한된 의결권에만 있는 우선주는 Equity Universe 포함에 적격이다.

Stapled security는 하위 요소 각각이 주식의 특성을 가지고 있으면, 적격으로 판단된다.

* Appendix I에 Equity Universe에 대한 상세한 국가별 적용 내용이 나와 있음.

* Appendix I을 보면 한국의 우선주는 적격임.

¹ 유럽 선진 시장, 발트해 연안 국가 및 WAEMU는 지수 구성 목적상 단일 시장으로 취급된다.

2.1.2 Country Classification of Eligible Securities (적격 주식의 국가 분류)

모든 기업과 그 주식들(즉, 주식 클래스들)은 오직 한 개의 국가로만 분류되고, 이에 따라 개별 기업을 각 국가별로 구분할 수 있다.

선진 시장(Developed Markets)으로 분류된 Equity Universe 내의 모든 주식이 DM Equity Universe를 구성하며, 신흥 시장(Emerging Markets)으로 분류된 Equity Universe 내의 모든 주식이 EM Equity Universe를 구성한다. 또한 프론티어 시장(Frontier Market)으로 분류된 Equity Universe 내 모든 주식이 FM Equity Universe를 구성한다.

상세 내용은 Appendix I: Equity Markets and Universe와 Appendix III: Country Classification of Securities에 나와 있다.

- * Appendix I은 각 국가별로 Universe에 해당하는 거래소, 해당 주식 유형들이 나와 있음.
- * Appendix III은 주식의 국가 분류에 대한 설명임. 주로 기업의 설립 국가, 주식의 주요 상장 지역 등에 따라서 소속 국가가 정해짐.

2.2 Determining the Market Investable Equity Universes (시장 투자가능 주식 유니버스의 결정)

개별 시장(market: 국가의 의미)에 대한 Market Investable Equity Universe는 다음에서 만들어진다:

- Equity Universe에 있는 각 주식의 적격 상장을 확인하기, 그리고
- 해당 시장으로 분류되는 Equity Universe 내의 개별 기업과 주식에 대해서 투자가능성 스크린 (investability screen)을 적용하기

DM Europe을 제외하고, 각 시장은 각 단일 국가에 대응된다. 유럽에 있는 모든 DM 국가는 지수 구성 목적에서 하나의 시장으로 합쳐진다. 그 다음에, MSCI Europe 지수 내의 개별 DM 유럽 국가 지수는 GIMI 방법론 하에서 MSCI Europe 지수의 구성종목으로부터 만들어진다.

Global Investable Equity Universe는 모든 Market Investable Equity Universe의 집합이다. DM Investable Equity Universe는 선진 시장의 모든 Market Investable Equity Universe의 집합이다.

2.2.1 Identifying Eligible Listings (적격 상장의 확인)

주식은 분류된 국가에 상장되었을 수도 있고(즉 “자국 상장”), 다른 국가에 상장되었을 수도 있다(즉 “해외 상장”).

주식들은 Global Investable Equity Universe 내에서 자국 상장 혹은 해외 상장(DR을 포함한)으로 표시될 수 있다. 다음의 조건이 만족될 경우에만, 주식은 해외 상장으로 표시될 수 있다:

- 주식이 Foreign Listing Materiality Requirement을 충족하는 국가에 속하도록 분류된다, 그리고
- 주식의 해외 상장이 적격 거래소에서 거래된다:
 - DM 국가로 분류된 주식이면 DM 국가의 거래소, 또는
 - EM 국가로 분류된 주식이면 DM 혹은 EM 국가의 거래소, 또는
 - FM 국가로 분류된 주식이면 DM 혹은 EM 혹은 FM 국가의 거래소

국가가 Foreign Listing Materiality Requirement를 충족하지 않는 경우에는, 그 국가의 주식은 Global Investable Equity Universe에서 해외 상장으로 표시되지 못한다.

상세 내용은 Appendix I: Equity Markets and Universe와 Appendix IV: Foreign Listing Materiality Requirement에 나와 있다.

* Appendix IV는 해외 상장 중요성 요건으로, 해외 상장 주식의 유니버스 포함 여부를 결정하는 규정임. 해외 상장 주식은 MSCI 유니버스에 포함될 수 있는 국가들이 사전에 정해져 있음. 한국의 해외 상장 주식은 현재 Market Investable Equity Universe에 포함이 안 됨.

2.2.2 Applying Investability Screens (투자가능성 스크린의 적용)

투자가능성 요건의 일부는 개별 주식 레벨(security level)에 적용되고, 일부는 기업 내 개별 주식의 합계로 표시되는 기업 레벨(company level)에 적용된다. 한 주식의 포함 혹은 제외는, 동일 기업의 다른 주식의 자동적인 포함 혹은 제외를 의미하지 않는다.

각 시장에서 Investable Equity Universe를 결정하는 데 사용되는 투자가능성 스크린은 다음과 같다.

- Equity Universe Minimum Size Requirement.
- Equity Universe Minimum Free Float-Adjusted Market Capitalization Requirement.
- DM and EM Minimum Liquidity Requirement.
- Global Minimum Foreign Inclusion Factor Requirement.
- Minimum Length of Trading Requirement.
- Minimum Foreign Room Requirement.
- Financial Reporting Requirement.

* 순서대로 2.2.3~2.2.9 내용에 해당

2.2.3 Equity Universe Minimum Size Requirement (주식 유니버스 최소 사이즈 요건)

이 투자가능성 스크린은 기업 레벨에 적용된다.

Market Investable Equity Universe에 포함되기 위해서, 개별 기업은 요구되는 최소 전체시가총액(full market capitalization)을 가져야 한다. 이 최소 전체시가총액 수치를 Equity Universe Minimum Size Requirement라고 한다. Equity Universe Minimum Size Requirement는 DM과 EM의 모든 시장에 있는 기업들에 적용하며, 다음에 의해서 만들어진다:

- 첫째, DM Equity Universe의 기업들이 전체시가총액 내림차순으로 정렬되고, DM Equity Universe의 유동시가총액의 누적 커버리지가 각 기업별로 계산된다. 각 기업의 유동시가총액은 Equity Universe에 있는 해당 기업의 주식들의 유동시가총액의 합으로 표시된다.
- 둘째, 정렬된 Equity Universe의 누적 유동시가총액 커버리지가 99%가 달성될 때, 해당 지점의 기업의 전체시가총액이 Equity Universe Minimum Size Requirement가 된다.
- DM Equity Universe에서 전체시가총액 내림차순으로 해서 해당 기업의 순위가 기록되고, 다음 리밸런싱에서 Equity Universe Minimum Size Requirement를 결정할 때 이 순위가 사용된다.

예제:

위에 언급한 절차를 이용하면, 이번 예제에서 8008번째 기업의 전체시가총액 150백만 달러가 Equity Universe Minimum Size Requirement로 선택된다.

Company	Country	Full Market Capitalization (USD Millions)	Free Float-Adjusted Market Capitalization (USD Millions)	Cumulative Free Float-Adjusted Market Capitalization Coverage	Rank of Company
A	a	400,000	400,000	1.29%	1
B	a	360,000	360,000	2.45%	2
C	a	275,000	250,000	3.26%	3
AD	a	250,000	250,000	4.06%	4
AE	b	240,000	190,000	4.68%	5
AF	c	235,000	95,000	4.98%	6
GG	a	230,000	230,000	5.73%	7
AH	a	225,000	225,000	6.45%	8
AL	d	210,000	210,000	0.71%	9
...	
...	
..	
WWW	f	1,000	250	98.99%	8,007
XYZ	g	150	130	99.00%	8,008
YYY	f	125	125	99.01%	8,009
ZZZ	f	100	100	99.01%	8,010
...	
Total			31,000,000	100.00%	

2024년 2월 지수 리뷰 당시, Equity Universe Minimum Size Requirement은 선진 및 신흥 시장의 경우 323백만 달러였고, 프론티어 시장의 경우 9백만 달러였다. 전체 시가총액이 이 기준 미만인 기업은 Market Investable Equity Universe에 포함되지 않는다. Equity Universe Minimum Size Requirement은 지수 리뷰에서 검토되고 필요한 경우 수정된다.

* 즉, DM 시장 내에서 누적 유동시가총액이 99%가 되는 지점의 '전체시가총액'이 Equity Universe Minimum Size Requirement가 됨. DM 종목이든 EM 종목이든, 기업별로 전체시가총액이 이 수치 이상이어야 Market Investable Equity Universe에 들어감.

2.2.4 Equity Universe Minimum Float-Adjusted Market Capitalization Requirement (주식 유니버스 최소 유동시가총액 요건)

이 투자가능성 스크린은 개별 주식 레벨에 적용된다. Market Investable Equity Universe에의 포함이 적격이 되기 위해서, 개별 주식의 유동시가총액은 Equity Universe Minimum Size Requirement의 50%보다 크거나 같아야 한다.

* 즉, Market Investable Equity Universe의 1) 기업 전체시가총액 기준은 'DM 누적 유동시가총액 99% 지점에 해당하는 종목의 전체시가총액' 수치고, 2) 주식 유동시가총액 기준은 이 수치의 50%임(DM, EM 공통).

2.2.5 DM and EM Minimum Liquidity Requirement (DM과 EM의 최소 유동성 요건)

이 투자가능성 스크린은 개별 주식 레벨에 적용된다. Market Investable Equity Universe에의 포함이 적격이 되기 위해서 개별 주식은, 아래에서 측정하는 Minimum Liquidity Requirement를 충족하는 적격 상장(section 2.2.1에서 정의된)이 하나 이상 있어야 한다:

- 12개월 기준과 3개월 기준의 Annual Traded Value Ratio(ATVR, 연간 거래대금 비율);
- 3개월 기준의 Frequency of Trading(거래 빈도).

ATVR은 극단적인 일별 거래량의 영향을 경감하고, 주식의 유동시가총액을 감안해준다. 3개월 Frequency of Trading과 함께 12개월과 3개월 ATVR의 목적은 양호한 장기, 단기 유동성이 있는 주식을 선택하는 것이다.

주식이 선진 시장의 Market Investable Equity Universe에 포함되기 위해서는, 최근 4개 분기 연속 3개월 ATVR이 20%, 3개월 Frequency of Trading이 90%, 그리고 12개월 ATVR이 20%라는 최소 유동성 수준이 요구된다. 이 규칙을 DM Minimum Liquidity Requirement라고 한다.

주식이 신흥 시장의 Market Investable Equity Universe에 포함되기 위해서는, 최근 4개 분기 연속 3개월 ATVR이 15%, 3개월 Frequency of Trading이 80%, 그리고 12개월 ATVR이 15%라는 최소 유동성 수준이 요구된다. 이 규칙을 EM Minimum Liquidity Requirement라고 한다.

(중국, 동시상장, 주가수준 예외사항 수록: In addition ~ threshold. 21줄)

각 주식의 ATVR은 3단계의 절차로 계산된다:

- 첫째, 일별 거래대금(daily traded value) 중앙값과 그 달에 주식이 거래된 날짜수를 곱해서, 월별 거래대금 중앙값을 계산한다. 일별 거래대금(daily traded value)은 하루 동안 거래된 주식 수에 주식의 종가를 곱한 값이다(이 또한 MSCI 자체 기준임). 일별 거래대금 중앙값은 해당월에 속한 일별 거래대금(daily traded value)들의 중앙값이다.
- 둘째, 월별의 거래대금 중앙값을 각 달의 월말 기준 주식 유동시가총액으로 나눈 값이, 월별의 거래대금 비율 중앙값(median traded value ratio)이 된다.
- 마지막으로, 12개월 기준 ATVR은 직전 12개월의 - 혹은 데이터가 이용 가능한 개월수(직전 6개월, 3개월 혹은 1개월)의 - 월별의 거래대금 비율 중앙값(median traded value ratio)의 평균에 12를 곱해 연율화함으로써 얻어진다. 3개월 기준 ATVR은 직전 3개월의 - 혹은 3개월 데이터가 없으면 1개월의 - 월별의 거래대금 비율 중앙값(median traded value ratio)의 평균에 12를 곱해 연율화함으로써 얻어진다.

3개월 기준의 Frequency of Trading(거래 빈도)은, 3개월 간 해당 주식이 거래되었던 날짜수를 해당 기간의 거래일의 최대 일수로 나눈 값으로 결정된다. 만약 3개월 데이터가 없으면, 1개월 데이터가 3개월 Frequency of Trading 계산에 사용된다.

(예외사항 등 수록: In some circumstances, ~ period. 2페이지)

- * ATVR은 연환산한 거래대금/유동시가총액 비율 개념이며, 3개월 Frequency of Trading은 3개월의 총 거래가능일 중에서 해당 주식이 거래된 날짜의 비율임
- * 한국 주식들의 경우 Minimum Liquidity Requirement는 거의 다 통과하므로, 크리티컬한 기준이 아님.

2.2.6 Global Minimum Foreign Inclusion Factor Requirement (글로벌 최소 FIF 요건)

이 투자가능성 스크린은 개별 주식 레벨에 적용된다.

Market Investable Equity Universe에의 포함이 적격이기 위해서, 주식의 Foreign Inclusion Factor(FIF: 해외투자자용 유동비율)가 일정 기준점에 도달해야 한다. 주식의 FIF는 공개 주식시장에서 국제 투자자에 의해 매수 가능한 유통주식수의 비율로 정의된다. 이 비율은 특정 주식(혹은 기업)의 유효한 유동비율(free float) 그리고/또는 외국인 보유 한도(foreign ownership limit)로 만들어진다.

일반적으로는, Market Investable Equity Universe에 포함되기 위해서 FIF가 0.15보다 크거나 같아야 한다. 이 규칙을 Global Minimum Foreign Inclusion Factor Requirement라고 한다.

이 일반 규칙의 예외는, 매우 큰 기업 주식의 제외가 소속 시장의 특성을 완전하고 공정하게 표시한다는 Standard 지수의 능력을 훼손하는 제한된 케이스에서만 적용된다. 상세 내용은 Sub-section 2.3.6: Applying Final Size-Segment Investability Requirements에 나와 있다.

* FIF는 해외 투자자용의 유동비율임. 원칙적으로는 FIF가 15%보다 커야 함.

2.2.7 Minimum Length of Trading Requirement (최소 거래 기간 요건)

이 투자가능성 스크린은 개별 주식 레벨에 적용된다.

IPO 건이 Market Investable Equity Universe에 포함되기 위해서는, 신규 발행 주식이 지수 리뷰 시행의 최소한 3개월 전에 거래가 시작되어야 한다. 이 규칙을 Minimum Length of Trading Requirement라고 한다. 이 요건은 모든 시장의 작은 규모의 신규 발행 주식에 적용된다.

대형 IPO과 비구성종목의 대형 primary/secondary 주식공개의 경우는, Minimum Length of Trading Requirement가 적용되지 않으며, 지수 리뷰 외의 시점에서 Market Investable Equity Universe와 Standard 지수에 포함될 수 있다. 상세 내용은 Sub-section 3.2.4.1: IPOs and Other Early Inclusions에 나와 있다.

* 대형 IPO가 아닌 신규 상장 주식은, 지수 리뷰에 포함되기 위해서는 3개월의 거래 기간이 필요

2.2.8 Minimum Foreign Room Requirement (최소 Foreign Room 요건)

이 투자가능성 스크린은 개별 주식 레벨에 적용된다.

외국인 보유 한도(foreign ownership limit, FOL)가 있는 주식이 Market Investable Equity Universe로의 포함이 적격이 되기 위해서는, 해외 투자자 매수 가능 주식 수를 최대 허용 주식 수로 나눈 비율("foreign room"이라 함)이 최소한 15%여야 한다.

Foreign Room이 25% 미만인 Market Investable Equity Universe 내 주식들에 적용되는 조정에 대한 더 많은 정보는 Sub-section 2.3.6.2에 자세히 나와 있다.

2.2.9 Financial Reporting Requirement (재무 보고 요건)

이 투자가능성 스크린은 기업 레벨에 적용된다.

Appendix III: Country Classification of Securities에 따라서 미국으로 분류되는 기업은, 미국 Investable Equity Universe로의 포함이 적격이 되기 위해서는 Form 10-K/10-Q를 작성해야 한다.

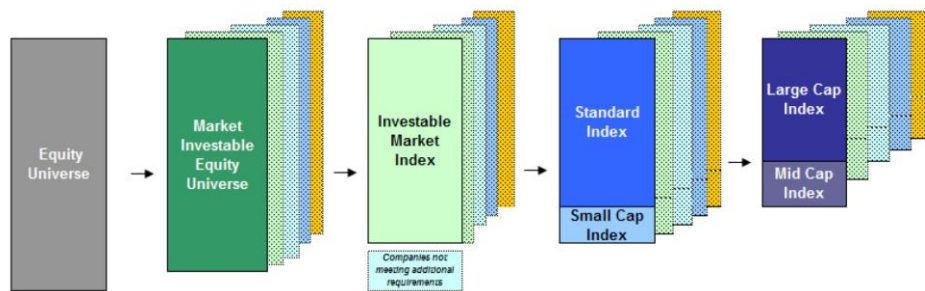
2.3 Defining Market Capitalization Size-Segments for Each Market

(각 시장의 시가총액 Size-Segment 정하기)

Market Investable Equity Universe가 정해지면, 이는 다음의 size 기반 지수들로 분할된다:

- Investable Market Index (Large + Mid + Small).
- Standard Index (Large + Mid)
- Large Cap Index
- Mid Cap Index
- Small Cap Index

각 시장의 MSCI GIMI의 구조는 아래 그림과 같다.



- * Equity Universe는 모든 주식을 포함. Market Investable Equity Universe는 DM 기준에서 Equity Universe의 누적유동시가 총액 99% 시점 정도임(Equity Universe Minimum Size Requirement 기준 적용). Investable Market Index(GIMI)는 Large+Mid+Small Cap 포함 개념이며, Market Investable Equity Universe의 누적유동시가 총액 99% 시점 정도로 만들어짐.

Investable Market Index(IMI), Standard 지수, Large Cap 지수가 먼저 생성된다. 그리고, Mid Cap 지수는 Standard 지수와 Large Cap 지수의 차이에서 생성되고, Small Cap 지수는 IMI와 Standard 지수의 차이에서 생성된다.

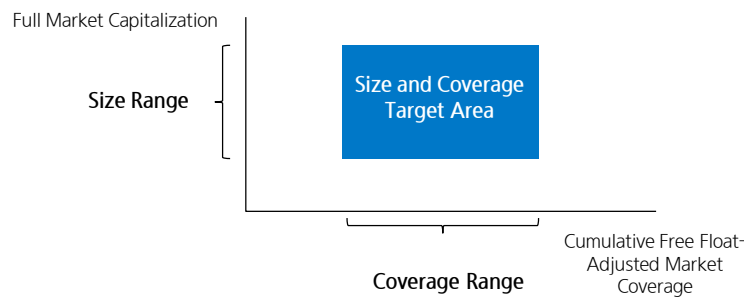
의미 있게 종합지수로 합쳐질 수 있는 size-segment를 만들기 위해서, 개별 Market Size-Segment는 다음 2개의 목적이 균형을 이룰 필요가 있다:

- Global Size Integrity(글로벌 기준 사이즈 완전성)를 달성하기: 종합지수의 주어진 size-segment 내에서, 모든 시장에 걸쳐 비교 가능하고 해당 사이즈의 기업들만이 포함되도록 보장함으로써 글로벌 사이즈 완전성을 달성하기. 이것은 size-segment cutoff를, Global Investable Equity Universe를 기초로 한 유동시가총액 커버리지 타겟과 비교함으로써 측정될 수 있다.
- Consistent Market Coverage(일관된 시장 커버리지)를 달성하기: 각 시장의 size-segment가 전체 유니버스 내의 비례하는 비중으로 정해지는 것을 보장함으로써 일관된 시장 커버리지를 달성하기. 이것은 size-segment cutoff를 각 시장 내의 일관되고 비교 가능한 타겟 size-segment 커버리지와 비교함으로써 측정될 수 있다.

모든 시장에 걸쳐 이 목적들을 일관되게 동시에 달성하는 것은 가능하지 않다. 그러므로, 이 목적들의 균형을 이루기 위해서, 방법론은 다음을 사용하여 각 시장의 각 size-segment의 minimum size cutoff(최소 사이즈 기준점)를 설정한다:

- Global Investable Equity Universe의 타겟 유동시가총액에서 도출되는 전체 시장용 사이즈 범위, 함께
- 각 개별 Market Investable Equity Universe에서 정해지는 타겟 유동시가총액 커버리지 범위

이 범위들의 교집합이 아래 그림에 나오는 Size and Coverage Target Area를 이룬다. 이 정보는 IMI, Standard 지수, Large Cap 지수라고 하는 3개의 size-segment 지수별로 만들어진다.



* Market Investable Equity Universe에서 대/중/소형주 지수가 나뉘지게 되는데, 이때 글로벌 관점 대중소 기준과 개별 시장(국가) 관점 대중소 기준을 둘 다 충족해야 함. 이를 Size and Coverage Target Area라고 함.

* Size and Coverage Target Area 중에서, 글로벌(DM 혹은 EM) 기준의 대중소 기준 범위를 Global Minimum Size Range라고 함. 개별 시장(국가) 기준의 대중소 기준 범위가 Market Coverage Target Range임.

* Global Minimum Size Range는 전체시가총액 기준이고, Market Coverage Target Range는 유동시가총액 기준이어서 Size and Coverage Target Area는 2차원 영역으로 표시됨.

각 시장의 Size-Segment 지수는 다음의 단계를 통해서 만들어진다:

- 각 size-segment별로 Market Coverage Target Range 정하기
- 각 size-segment별로 Global Minimum Size Range 결정하기
- Market Size-Segment Cutoff와 이와 관련한 Segment 기업 수를 결정하기
- Size-Segment에 기업들을 할당하기
- 최종 Size-Segment 투자가능성 요건 적용하기

2.3.1 Defining the Market Coverage Target Range for Each Size-Segment

(각 Size-Segment별로 시장 커버리지 목표 범위를 정하기)

각 시장의 Size-Segment 지수를 정하기 위해서, Market Investable Equity Universe에 대해서 다음의 유동시가총액 Market Coverage Target Range가 적용된다:

- Large Cap Index: 70% ± 5%.
- Standard Index: 85% ± 5%.
- Investable Market Index: 99%+1% or -0.5%.

각 시장의 Mid Cap 지수 market coverage는 그 시장의 Standard 지수와 Large Cap 지수의 market coverage의 차이에서 도출된다.

각 시장의 Small Cap 지수 market coverage는 그 시장의 IMI와 Standard 지수의 유동시가총액 market coverage의 차이에서 도출된다.

* 즉, 국가별 Large Cap 지수는 원칙적으로 해당 국가 유동시가총액의 70% 정도를 커버하는 지수이며, Standard 지수는 해당 국가 유동시총의 85%를, IMI는 해당 국가 유동시총의 99%를 커버하는 지수임. (좀더 정확히는 DM 유니버스의 누적 상위시가총액 99% 정도에 해당하는 규모로 만든 각 국가별 "Market Investable Equity Universe"를 대상으로 하여, 누적 70%, 누적 85%, 누적 99%인 것을 의미함.)

2.3.2 Determining the Global Minimum Size Range for Each Size-Segment

(각 Size-Segment별로 Global Minimum Size Range를 정하기)

각 size-segment별 Global Minimum Size Range는, Large Cap, Standard, IMI의 Global Minimum Size Reference를 먼저 정의하고, 이들 Reference의 0.5배~1.15배의 구간을 적용함으로써 결정된다.

2.3.2.1 DEFINING THE GLOBAL MINIMUM SIZE REFERENCE (Global 최소 사이즈 기준점 정하기)

Large Cap, Standard, Investable Market size-segment를 위한 Global Minimum Size Reference는, Equity Universe Minimum Size의 유도와 유사한 방식으로 다음에 의해서 도출된다.

- 첫째, DM Investable Equity Universe의 기업들은 전체시가총액의 내림차순으로 정렬되고, DM Investable Equity Universe의 누적 유동시가총액 커버리지가 각 기업별로 계산된다.
- 그리고, 다음에 나오는 DM Investable Equity Universe의 누적 유동시가총액 커버리지를 제공하는 기업들의, 각 전체시가총액 수치가 선택된다.
 - DM Large Cap Index: 70% coverage.
 - DM Standard Index: 85% coverage.
 - DM Investable Market Index: 99% coverage.
- EM에 대해서는, Global Minimum Size Reference가 각 size-segment에서의 DM 기준 해당 전체시가총액 레벨의 절반값으로 설정된다.

2024년 1월 18일 데이터에 기반한 Large Cap, Standard, Investable Market Segments의 Global Minimum Size Reference는 다음과 같다.

DM Investable Equity Universe의 누적 유동시가총액 커버리지가 최소 85%를 달성하는 기업의 전체시가총액은 9.68십억 달러이다. 그러므로, 이 수치가 DM Standard 지수의 Global Minimum Size Reference로 정해진다. Global Minimum Size Reference의 0.5배~1.15배 범위를 적용하면, DM Standard 지수 용으로 4.84십억 달러 ~ 11.13십억 달러의 Global Minimum Size Range가 정해진다. 이에 따라, Standard 지수의 EM 기준 Range는 2.42십억 달러 ~ 5.56십억 달러이다.

Global Minimum Size Reference

Percent of Free Float Adjusted Market Coverage	Investable Equity Universe	Developed Markets Global Minimum Size Reference Feb-24	Emerging Markets Global Minimum Size Reference (50% of DM) Feb-24	Frontier Markets Global Minimum Size Reference Feb-24
	Universe			
70%	Large Cap	31,062	15,531	616
85%	Mid Cap	9,676	4,838	228
99%	Small Cap	753	376	18

백만 달러 단위. 2024년 1월 18일 종가 기준

* 즉, DM Large Cap 지수는 원칙적으로 DM 유동시가총액의 70%를 커버하는 지수이며, DM Standard 지수는 DM 유동시총의 85%를, DM IMI는 DM 유동시총의 99%를 커버하는 지수임. EM의 Standard 지수용 시총 최소 기준점은 DM 기준 수치의 절반임. 그 다음으로 글로벌 기준(DM, EM)과 개별 국가 기준을 잘 조합하여, 각 국가별 size별 지수가 최종 결정 되는 것임.

2.3.3 Determining the Segment Number of Companies and Associated Market Size-Segment Cutoffs (Segment 기업 수와 시장 Size-Segment 기준점을 결정하기)

해당 size-segment의 Size and Coverage Target Area 안에 들어가는 혹은 최대한 근접한 size cutoff를 확인함으로써, Market Size-Segment Cutoff가 도출된다. 각 시장과 각 size-segment에 대해서 다음의 작업이 진행된다:

- (각 시장별로) Market Investable Equity Universe에 있는 기업들을, 전체시가총액 내림차순으로 정렬한다.
- Market Investable Equity Universe의 누적 유동시가총액 커버리지가 각 기업별로 계산된다.
- MSCI는 해당 size-segment에 대해 다음에 나오는 유동시가총액 커버리지를 제공하는 기업의 해당 전체시가총액 수치를 기록한다.
 - Large Cap Index: 70%
 - Standard Index: 85%.
 - Investable Market Index: 99%.
- 만약 해당 기업의 전체시가총액 수치가 size-segment의 Global Minimum Size Range(* Global Minimum Size Reference의 0.5배~1.15배 범위) 안에 들어 있으면:
 - 해당 기업의 전체시가총액이, 그 시점의 해당 size-segment의 Market Size-Segment Cutoff가 된다.
 - 해당 기업의 수치 이상의 전체시가총액을 가진 기업들의 숫자가, 그 시점에 지수 관리에 사용되는 Segment 기업 수(Segment Number of Companies)가 된다.
- Range 안에 있지 않으면:
 - size-segment 안의 최소 기업의 전체시가총액이 해당 size-segment의 Global Minimum Size Range의 하단(lower bound) 이상이 될 때까지, 기업 수를 줄인다(* Cutoff가 글로벌 범위로 들어오도록, 작은 기업들을 더 빼는 작업), 혹은,
 - 해당 size-segment에 Global Minimum Size Range의 상단(upper bound)보다 큰 전체시가총액을 가진 기업이 모두 포함될 수 있도록, 기업 수를 늘린다(* Cutoff가 글로벌 범위로 들어오도록, 기업들을 더 넣는 작업)
 - 마지막 기업의 전체시가총액이 해당 segment의 Market Size-Segment Cutoff가 된다. 그리고 Segment 기업 수는, 해당 기업의 순위로 결정된다.

이 프로세스는, 2개 목적이 동시에 충족되지 못할 때, market coverage보다 global size integrity에게 더 우선권을 주기 위해서 고안된 것이다.

Investable Market Index의 최초 구성 시에는, 사이즈 완전성을 희생하지 않고 가능한 넓은 커버리지를 제공하기 위해 위의 과정을 따르지 않는다. 최초 구성 시 Market Size-Segment Cutoff와 Investable Market Segment의 관련 Segment 기업 수는 Investable Market Index의 Global Minimum Size Reference와 같거나 큰 모든 기업들을 포함하며 도출된다.

Size-Segment 지수는 기업의 전체시가총액 기준으로 설정되기 때문에, 한 기업의 여러 주식들은 모두 같은 size-segment로 들어간다. 따라서, 주어진 size-segment 내에서 기업 수보다 주식 수가 많을 수 있다.

Market Size-Segment Cutoff와 Segment 기업 수는, 지수 안정성과 연속성 규칙을 추가로 감안하면서 일별로 관리되며, 지수 리뷰에서 업데이트된다.

2.3.4 Assigning Companies to the Size-Segments (Size-Segment에 기업들을 할당하기)

최초 구성 시에는, Market Size-Segment Cutoff를 정의한 기업의 전체시가총액 이상의 수치를 가진 모든 기업이 해당 size-segment에 할당된다.

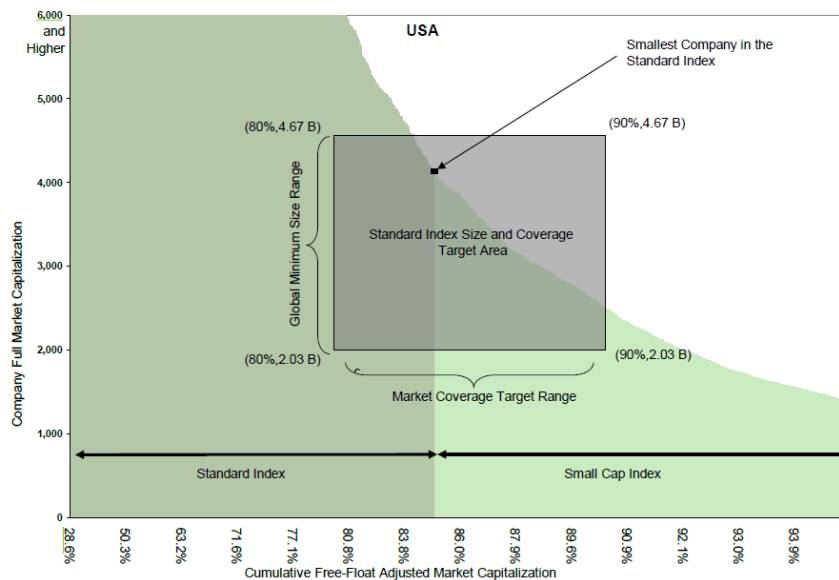
지수 리뷰에서, 기업 할당 규칙은 신규 추가, 지수 연속성과 안정성 규칙을 추가적으로 감안한다.

지수 리뷰 사이 시점에서는, 기업 이벤트(예로 합병, IPO, 분할)에 의해서 기업을 적정 size-segment로 할당하는 작업이, 일별로 업데이트되는 Market Size-Segment Cutoff를 기초로 진행된다. 이 프로세스는 Sub-section 3.2: Ongoing Event-Related Changes에 나와 있다.

2.3.5 Determining Market Size-Segment Cutoffs and Assigning Companies to the Size-Segments: Example (시장 Size-Segment 기준점을 결정하고 Size-Segment에 기업들을 할당하기: 예제)

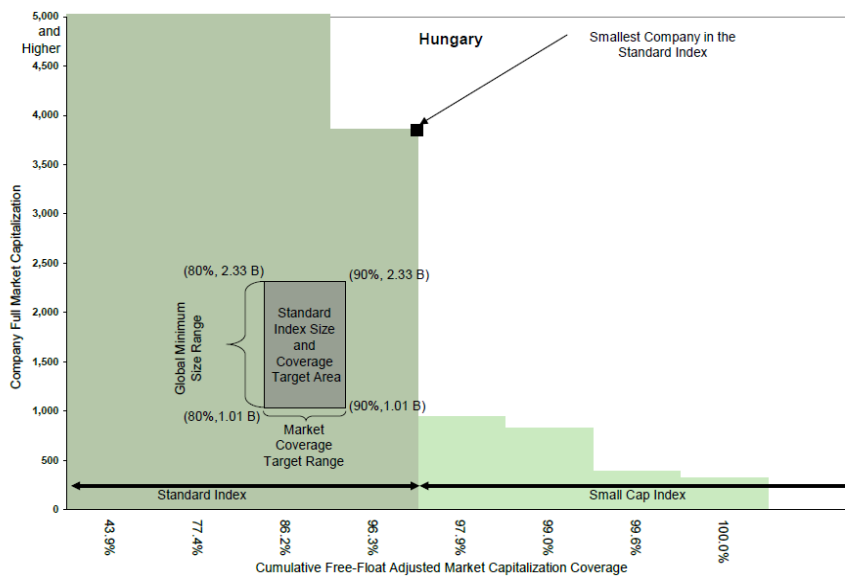
예제:

미국 Standard Segment에서, 기업들은 가장 큰 기업부터 전체시가총액의 내림차순으로 카운트된다. 기업들은, 기업들의 누적 유동시가총액이 미국 Market Investable Equity Universe의 유동시가총액 85%에 다다를 때까지 계속 카운트된다. 이 예제에서, 마지막으로 카운트된 기업의 전체시가총액은 Global Minimum Size Range 안에 존재한다. 이 기업의 미국 Market Investable Equity Universe 내에서의 순위 (645)는 해당 Size Segment의 Segment 기업 수로 정해지고, 이 기업의 전체시가총액(4.1십억 달러)는 미국 Standard와 Small Cap Segment를 구분하는 Market Size-Segment Cutoff로 정해진다.



예제:

헝가리 Standard Segment에서, 기업들은 가장 큰 기업부터 전체시가총액의 내림차순으로 카운트된다. 기업들은, 기업들의 누적 유동시가총액이 헝가리 Market Investable Equity Universe의 유동시가총액 85%에 다다를 때까지 계속 카운트된다. 이 예제에서, 마지막으로 카운트된 기업의 전체시가총액은, Global Minimum Size Range 상단(upper bound)보다 훨씬 위에 존재한다. Range 상단의 위에 위치한 헝가리의 모든 기업들이 (Segment에) 추가되어서, 누적 유동시가총액 커버리지가 Market Coverage Target Range의 상단인 90% 이상이 되었다. 마지막 기업의 순위(4)는 Segment 기업 수로 정해지고, 이 기업의 전체시가총액(3.8십억 달러)는 헝가리의 Standard 지수와 Small Cap 지수 사이의 Size-Segment Cutoff로 정해진다. 그 다음으로 큰 기업은 941백만 달러의 전체시가총액을 가지는데, 이는 Global Minimum Size Range의 하단 아래다.



2.3.6 Applying Final Size-Segment Investability Requirements

(최종 Size-Segment 투자가능성 요건 적용하기)

Size-Segment 지수의 복제가능성을 향상하기 위해서, IMI와 Standard 지수 대상으로 추가적인 size-segment investability requirement가 설정된다.

2.3.6.1 MINIMUM FREE FLOAT MARKET CAPITALIZATION REQUIREMENT (최소 유동시가총액 요건)

만약 IMI에서 Market Size-Segment Cutoff가 Global Minimum Size Range 안에 있으면, 주식의 유동시가총액이 IMI의 Market Size-Segment Cutoff의 최소 50%일 때만, 주식이 IMI에 포함 가능하다. Market Size-Segment Cutoff가 IMI의 Global Minimum Size Range upper boundary 위인 경우에는, 주식의 유동시가총액이 IMI의 Global Minimum Size Range upper boundary의 최소 50%여야 한다. Market Size-Segment Cutoff가 IMI의 Global Minimum Size Range lower boundary 아래인 경우에는, 주식의 유동시가총액이 IMI의 Global Minimum Size Range lower boundary의 최소 50%여야 한다.

만약 Standard 지수에서 Market Size-Segment Cutoff가 Global Minimum Size Range 안에 있으면, 주식의 유동시가총액이 Standard 지수의 Market Size-Segment Cutoff의 최소 50%일 때만, 주식이 Standard 지수에 포함 가능하다. Market Size-Segment Cutoff가 Standard 지수의 Global Minimum Size Range upper boundary 위인 경우에는, 주식의 유동시가총액이 Standard 지수의 Global Minimum Size Range upper boundary의 최소 50%여야 한다. Market Size-Segment Cutoff가 Standard 지수의 Global Minimum Size Range lower boundary 아래인 경우에는, 주식의 유동시가총액이 Standard 지수의 Global Minimum Size Range lower boundary의 최소 50%여야 한다. 이 규칙에 의해서 Standard 지수에서 제외되는 기업들은 IMI에서도 제외된다.

FIF가 0.15 미만인 주식이 Standard 지수에 포함되기 위해서는, 주식의 유동시가총액이 Standard 지수에서 요구되는 최소 유동시가총액 수치의 1.8배 이상이어야 한다. 기존 구성종목에 대한 Final Size-Segment 투자가능성 요건 적용은 Sections 3.1.6.2에 자세히 나와 있다.

* 원칙적으로, IMI Cutoff에 들어가는 주식은 유동시가총액이 IMI Cutoff의 50% 이상이어야 함. Standard Cutoff에 들어가는 주식은 유동시가총액이 Standard Cutoff의 50% 이상이어야 함. 분기 리뷰에서는 여기에서도 버퍼 룰이 들어감.

* Final Requirement의 유동시가총액 요건은, 자주 걸리는 중요한 판단 조건임.

2.3.6.2 MINIMUM FOREIGN ROOM REQUIREMENT (최소 Foreign Room 요건)

외국인 보유 한도(FOL, Foreign Ownership Limit)가 있는 주식이 IMI에 완전한 유동시가총액으로 포함되기 위해서는, 해외 투자자 매수 가능 주식 수를 최대 허용 주식 수로 나눈 비율("foreign room"이라 함)이 최소한 25%여야 한다. 만약 주식의 foreign room이 15% 이상이고 25% 미만인 경우에는, MSCI는 foreign room의 실제 레벨을 주식의 FIF 조정에 반영하기 위해서, 0.5의 adjustment factor를 사용한다(* 0.5의 조정비율을 적용해, 해당 주식의 최종 FIF를 절반으로 줄인다는 뜻). Sub-section 2.2.8에 나온 것처럼, 만약 foreign room이 15% 미만이면, 주식은 Market Investable Equity Universe의 포함에 자격이 되지 않는다.

Adjustment factor는 주식의 최종 FIF를 도출하기 위해서 주식의 실제 FIF에 적용된다. IMI 구성종목의 최소 유동시가총액 요건에 대한 적합성은, adjustment factor의 적용 이전의 유동시가총액을 사용하여 평가된다.

2.3.6.3 Treatment of Securities That Exhibit Extreme Price Increase

(극단적 가격 상승을 보인 주식의 취급)

극단적 가격 상승을 보인 주식은 Standard 지수 추가에 적격하지 않게 되지만, Market Investable Universe의 일부로는 계속 고려된다. 이러한 주식은 다음 번의 지수 리뷰에서, 극단적 가격 상승을 위한 수익률 기준을 포함해서 Standard 지수 편입 기준을 사용하여, Standard 지수 편입 여부를 재평가한다.

MSCI는 Standard 지수로의 추가를 위해, 지수 리뷰의 Price Cutoff Date 기준으로, 5일씩 증가시키며 5일 기준 초과수익률부터 60일 기준 초과수익률까지 평가하게 된다. 다음 표와 같이, 5일에서 20일까지의 초과수익률 중 어떤 것이라도 100% 이상의 초과수익률을 갖거나, 25일에서 40일까지의 초과수익률 중 어떤 것이라도 200% 이상의 초과수익을 갖거나, 45일에서 60일까지의 초과수익률 중 어떤 것이라도 400% 이상의 초과수익률을 갖는 주식은 극단적 가격 상승으로 간주된다.

극단적 가격 상승 기준점

기간*	5D	10D	15D	20D	25D	30D	35D	40D	45D	50D	55D	60D
초과수익률 기준점 (%)	100	100	100	100	200	200	200	200	400	400	400	400

* 지수 리뷰의 price cutoff date 시점 기준으로 이전 일자(월-금)의 수

초과수익률은 관련된 기간 동안의 해당 주식의 수익률과 그 주식(국가 분류와 섹터 레벨의 GICS 분류 측면에서) 분류된 동일 국가-섹터에 속하는 IMI 구성종목들의 평균 수익률 간의 차이 값으로 계산된다. 5개 이하의 IMI 구성종목을 가지는 국가-섹터에서는, 관련된 국가 IMI 수익률이 대신 이용된다.

최소 Length of Trading 요건을 충족하지는 못하지만 Standard 지수 편입의 다른 모든 기준을 충족하는 IPO 건은 이 요건의 대상이 아니다.

* 2024년 5월 리뷰부터 극단적 가격 상승 요건을 강화하도록, 방법론이 변경될 가능성이 존재함.

2.4 Index Continuity Rules (지수 연속성 규칙)

지수 연속성은, 시점 별로 종합지수 내에 시장 지수가 수시로 포함, 제외되는 것을 막기 위한 지수의 요구 속성이다. 시장 지수 내 다양성의 기본 레벨을 제공하면서 지수 연속성을 추구하기 위해서, 여기에 포함된 지수 구성 규칙의 효과에도 불구하고, DM Standard 지수에는 항상 최소 5개 구성종목이 유지되고, EM Standard 지수에는 항상 최소 3개 구성종목이 유지된다. 이 요건의 적용은 다음의 단계로 되어 있다.

- 지수 구성 방법론의 적용 후에, Standard 지수가 DM 시장에서 5개 주식 미만으로 가지고 있거나 EM 시장에서 3개 주식 미만으로 가지고 있으면, DM 내 5개, EM 내 3개에 도달하기 위해서 Market Investable Equity Universe 안에서 유동시가총액이 가장 큰 주식들이 Standard 지수에 추가된다.
- 다음 번의 지수 리뷰에서, 지수 관리 방법론의 적용 후에 Standard 지수가 DM 시장에서 5개 주식 미만으로 가지고 있거나 EM 시장에서 3개 주식 미만으로 가지고 있으면, 다음의 단계를 사용해서 남은 주식들이 Standard 지수에 포함되기 위해 선택된다.
 - 업데이트된 Market Investable Equity Universe에 포함되는 주식들이 확인된다.
 - 이 주식들이 유동시가총액 내림차순으로 순위가 매겨진다. 그러나, 지수 안정성을 증가시키기 위해 지수 리뷰 전의 Standard 지수에 포함된 주식의 유동시가총액은 1.5의 요소가 곱해진다.
 - 위 단계에서 정해진 순위대로, DM의 5개, EM의 3개에 도달하기 위해, 주식들이 Standard 지수에 추가된다.

지수 연속성 규칙은 Standard 시장 지수에만 적용되는 것에 주의해야 한다. Large, Mid, Small 시장 지수와 같은 다른 지수들이나 GICS 분류 상의 지수들은 최소 1개의 구성종목을 가질 수 있다. 또한, 이들 지수는, MSCI GIMI 방법론에 따를 때 남아있는 구성종목이 없으면, 지수가 단절될 수 있다. 유사하게, 만약 시간이 지나서 일부 기업이 포함에 적격이 되면, MSCI는 해당 지수의 계산을 재개할 수 있다.

2.5 Constructing and Calculating the Individual MSCI Global Investable Markets Indexes

(개별 MSCI GIMI 들을 구성하고 계산하기)

2.5.1 Market Size-Segment Indexes (시장 Size-Segment 지수)

기업들이 해당 Size-Segment에 할당되고(section 2.3.4), 주식이 Final Size-Segment Requirement (section 2.3.6)에 부합하는지 리뷰가 되고 나면, 각 Market Size-Segment 지수의 구성종목의 최종 리스트가 결정된다.

MSCI IMI는 MSCI Standard 지수와 MSCI Small Cap 지수로 구성된다. MSCI Standard 지수는 MSCI Large Cap과 Mid Cap 지수로 추가로 나뉜다.

예를 들면 MSCI USA IMI, MSCI USA 지수, MSCI USA Large Cap 지수, MSCI USA Mid Cap 지수, MSCI USA Small Cap 지수가 있다.

2.5.2 Composite Indexes (종합지수)

종합지수를 만들기 위해서 2개 이상의 시장 지수들을 결합할 수 있다.

시장 지수들은 시장 분류(Market Classification) 정의, 지리적인 구역, 경제적인 구역 또는 다른 기준을 가지고 그룹화될 수 있다. 예를 들어 모든 시장 지수들을 선진 시장, 신흥 시장, 프론티어 시장과 같은 각 시장 분류로 결합하여, 우리는 MSCI World, MSCI EM, MSCI FM 지수를 각 size-segment별로 만들어 낸다.

여러 시장을 그룹화한 지역 지수 혹은 다른 지수의 예제로는, MSCI Asia Pacific 지수, MSCI North America 지수, MSCI GCC 지수가 있다. 시장 분류 별 그룹은 지역별 그룹과 겹쳐질 수 있다. 예로는 MSCI EM Asia 지수, MSCI All Countries Americas 지수가 있다. 일부 지역 지수는 특정 시장을 제외함으로써 만들어질 수 있다, 예를 들어 MSCI World ex USA 지수나 MSCI Asia Pacific ex Japan 지수가 있다. 기본 정의된 지역 리스트는 <https://www.msci.com/index-country-membership-tool>에서 찾을 수 있다. MSCI는 또한 고객 요청에 의한 맞춤형 지역을 만들 수 있다.

2.5.3 GICS-Based Indexes (GICS 기반 지수)

Global Investable Equity Universe의 모든 주식은 그들의 영업 활동을 가장 잘 설명하는 산업으로 할당된다. 이를 위해서, MSCI는 S&P Dow Jones Indices와 함께 the Global Industry Classification Standard (GICS)를 만들었다. GICS는 현재 11개 섹터, 24개 산업그룹, 69개 산업, 158개 하위산업으로 구성되어 있다. GICS 하에서, 각 기업은 이의 주요 영업 활동에 따라서, 1개의 하위산업에 유일하게 할당된다.

GICS에 의해 정의한 각 기업들의 산업 분류를 바탕으로, 각 MSCI 시장, 지역, 종합 지수로부터 더 좁은 범위의 지수가 만들어질 수 있다. 이 지수는 특정 섹터, 산업 그룹, 산업, 하위산업 혹은 이들의 조합에 속한 주식들을 담게 된다. 예를 들어, MSCI Japan Energy 지수, MSCI Japan Media 지수, MSCI Japan Financials 지수 등이 있다. 또한, 지수들은, GICS 분류 위에 Sub-section 2.5.2에 나온 국가 그룹화를 결합해서 만들어질 수 있다. 예로써, MSCI EM Asia Utilities 지수는 더 넓은 종합 지역 지수에서 만들어진 GICS 기반 지수다.

2.5.4 Other Indexes (기타 지수)

지수들은 주식 형태나 상장 거래소 등의 주식 특성을 기반으로 분리될 수 있다. 주식 형태 기반 지수의 예제로는 MSCI DR 지수와 함께 MSCI China B, MSCI China Red-Chip, MSCI China P-Chip 지수 등이 있다(Appendix XI 참고). China All Shares ex Shenzhen 상장주 지수는 상장 거래소에 기초한 지수의 사례다.

2.5.5 Calculating the MSCI Global Investable Markets Indexes (MSCI GIMI의 계산)

각 MSCI 시장, 지역, 종합, GICS 기반 지수의 구성종목이 결정되면, 지수의 레벨이 계산될 수 있다. MSCI Index Calculation Methodology 책은 MSCI 주가 지수를 위한 MSCI의 일반적인 지수 계산 방법을 설명한다. 더 많은 정보는, <https://www.msci.com/index-methodology>에 있는 MSCI Index Calculation Methodology 문서에 나와 있다.

3 Maintaining the MSCI Global Investable Market Indexes (MSCI GIMI 유지 관리)

MSCI GIMI는 다음의 내용을 성취하면서, 적시에 기초 주식 시장과 segments의 진화를 반영하는 목적을 가지고 관리된다:

- 지수 연속성,
- 구성종목의 지속적인 투자가능성과 지수의 복제 가능성, 그리고
- 지수 안정성과 낮은 지수 회전율.

특히, 지수의 관리는 다음의 내용을 포함한다:

- Size-Segment 지수에 대한 2월, 5월, 8월, 11월의 분기 지수 리뷰(지수 리뷰). 다음 내용을 포함함:
 - 완전히 업데이트된 Equity Universe에 기반한 지수 업데이트
 - size와 style segment 간에 주식이 이동할 때 버퍼 룰 감안하기
 - Foreign Inclusion Factor(FIF)과 주식 수(NOS, Number of Shares)의 업데이트
- 상시 이벤트 관련 변경. 이런 유형의 변경은 일반적으로 이벤트가 발생했을 때 지수에 시행된다. 주요한 대형 IPO주는 기업의 10번째 거래일 장마감 후에 지수에 포함된다.

GIMI 방법론을 기초로 구성된 지수는 해당 시장의 변화에 의해서 잠재적인 집중이나 다른 한계점에 노출될 수 있다. 기존 방법론의 이런 잠재적인 한계점은 지수 리뷰 절차의 일부로 평가될 수 있다.

3.1 Quarterly Index Reviews (분기 지수 리뷰)

지수 리뷰의 목적은 고정된 분기 시간표 상에서 모든 시장에서의 Equity Universe의 다양한 차원을 체계적으로 재평가한다는 것이다. 지수 리뷰는 Size-Segment 지수들에 대한 포괄적인 리뷰를 포함한다.

지수 리뷰 동안, Equity Universe가 업데이트되고 각 size-segment별로 Global Minimum Size Range가 재계산된다. 그리고, 다음에 나오는 지수 관리 활동이 각 시장에 대해서 진행된다:

- Market Investable Equity Universe 업데이트하기
- Global Minimum Size Reference와 Global Minimum Size Range 재계산하기
- Segment 기업 수와 Market Size-Segment Cutoff 재산정하기
- 버퍼 존을 감안하여, 기업을 size-segment에 할당하기
- Final Size-Segment Investability Requirement로 적합성 평가하기
- MSCI GIMI는 Appendix VIII: Market Monitoring Framework and Potential Switch to a Light Rebalancing under Conditions of Market Stress에서 설정된 기준이 충족될 경우, 지수 리뷰에서 약식 리밸런싱 규칙을 따를 수 있다.

3.1.1 Updating the Equity Universe (주식 유니버스의 업데이트)

지수 리뷰 동안, 직전 지수 리뷰에서 Equity Universe로 들어오지 않은 신규 주식들을 확인하고 이 주식들에 국가를 분류함으로써, Equity Universe가 업데이트된다.

Equity Universe 결정의 자세한 내용은 Sub-section 2.1: Defining the Equity Universe에 나와 있다.

[*2.1의 분기 리뷰 버전](#)

3.1.2 Updating the Market Investable Equity Universes (시장 투자가능 주식 유니버스의 업데이트)

지수 리뷰 동안, Market Investable Equity Universe는 다음에 의해 업데이트된다.

- 주식이 해외 상장으로 표시되는 국가 리스트 리뷰하기
- Sub-section 2.2: Determining the Market Investable Equity Universes에 설명된 동일한 investability screen을 사용해서, Investable Market Index 구성종목이 아닌 주식들의 투자 가능성 평가하기. 한편, Investable Market Index의 기존 구성종목에 대해서는, 아래의 설명처럼 투자가능성 요건 관련하여 버퍼를 사용해서 평가하기

[*2.2의 분기 리뷰 버전. 기존 구성종목의 경우에는 2.2.1~2.2.8의 내용이 3.1.2.1~3.1.2.7에 버퍼 버전으로 바뀌어서 내용.](#)

3.1.2.1 ELIGIBILITY OF FOREIGN LISTINGS (해외 상장의 적격성)

해외 상장 기준은, 적어도 두 번의 지수 리뷰 이전에 Foreign Listing Materiality Requirement를 만족했던 국가에서만 나온 주식을 표시할 때만 적격이다. 이 요건은 해외 상장으로 표시되는 주식을 아직 포함하지 않은 국가들에게 적용된다.

자세한 내용은 Appendix IV: Foreign Listing Materiality Requirement에 나와 있다.

[*2.2.1의 분기 리뷰 버전](#)

3.1.2.2 UPDATING THE EQUITY UNIVERSE MINIMUM SIZE REQUIREMENT

(주식 유니버스 최소 Size 요건의 업데이트)

매 지수 리뷰에서 Equity Universe Minimum Size Requirement는 다음의 방식으로 업데이트된다:

직전 리밸런싱 때의 Equity Universe Minimum Size Requirement(* 누적유동시총 99% 수준) 정의에 사용된 기업 순위까지의 누적유동시가총액 커버리지가 계산된다.

만약 해당 순위 기준의 업데이트된 DM Equity Universe의 커버리지 수치가 다음의 조건이라면:

- 99%와 99.25% 사이면, Equity Universe Minimum Size Requirement는 해당 순위의 기업의 현재 전체 시가총액으로 설정된다.
- 99% 이하이면, Equity Universe Minimum Size Requirement가 99% 커버리지의 기업의 전체시가총액으로 재설정되고, 새로운 기업 순위가 다음 리밸런싱을 위해 기록된다.
- 99.25% 이상이면, Equity Universe Minimum Size Requirement와 기업 순위가 99.25% 커버리지의 기업의 전체시가총액 기준으로 재설정된다.

동일한 Equity Universe Minimum Size Requirement가 DM과 EM에 공통으로 사용된다.

예제:

이전 지수 리뷰에서 Equity Universe Minimum Size Requirement는 145백만 달러로 설정되었고 DM Equity Universe에서 전체시가총액을 기준으로 8008번째로 큰 기업으로 순위에 해당하는 기업의 전체시가총액을 반영했다고 가정하자. 현재 지수 리뷰에서 8008위에 해당하는 기업의 전체시가총액이 151백만 달러이고 그 기업의 순위에서 누적 유동시가총액은 98.9%라고 하자. 추가로, 상위 8201개의 기업이 유동시가총액의 99%를 커버하고 8201위에 해당하는 기업의 전체시가총액은 147백만 달러라고 가정하자. 그러면 147백만 달러는 새로운 Equity Universe Minimum Size Requirement로 설정된다. 8201위에 해당하는 기업의 전체시가총액은 다음 지수 리뷰의 최초 기준점이 될 것이다.

신규 기업은 이 업데이트된 기준점을 가지고 평가되나, 모든 기존 구성종목들은 이 요건으로 평가되지 않는다.

* 2.2.3의 분기 리뷰 버전. 여기서 Equity Universe Minimum Size Requirement는, 버퍼 룰을 감안해서 누적유동시가총액 99%~99.25% 사이에서 기존 기업 수를 유지하는 방향으로 설정됨. 기존 종목은 상관없음.

3.1.2.3 UPDATING THE EQUITY UNIVERSE MINIMUM FREE FLOAT-ADJUSTED MARKET

CAPITALIZATION (주식 유니버스 최소 유동시가총액 요건 업데이트)

Equity Universe Minimum Free Float-Adjusted Market Capitalization Requirement는 업데이트된 Equity Universe Minimum Size Requirement의 50%로 계산된다.

IMI의 비구성종목들은 업데이트된 기준점을 가지고 평가되나, 모든 기존 구성종목들은 이 요건으로 평가되지 않는다.

* 2.2.4의 분기 리뷰 버전.

3.1.2.4 MINIMUM LIQUIDITY REQUIREMENT FOR EXISTING CONSTITUENTS

(기존 구성종목 대상의 최소 유동성 요건)

IMI의 비구성 종목들은 Sub-section 2.2.5에 나온 기준점으로 평가된다.

IMI의 기존 구성종목은, 만약 12개월 ATVRI가 Minimum Liquidity Requirement 밑이더라도 DM에서 20%, EM에서 15%라는 최소 레벨 요건의 2/3 이상, 즉 각각 13.3%와 10%이기만 하면 Market Investable Equity Universe에 계속 남아 있다. 추가로 기존 구성종목이 IMI에 남기 위해서는 다음을 만족해야 한다:

- 3개월 AVTRI가 최소한 5%임;
- 3개월 Frequency of Trading이 DM에서는 최소 80%, EM에서는 최소 70%이어야 함.

(다중 상장, 대형 종목의 예외조건 수록: If the listing ~ met 2페이지)

*2.2.5의 분기 리뷰 버전

3.1.2.5 GLOBAL MINIMUM FOREIGN INCLUSION FACTOR REQUIREMENT (글로벌 최소 FIF 요건)

FIF가 15% 미만인 신규 주식은, 유동시가총액이 Standard 지수 Interim Market Size-Segment Cutoff의 절반의 1.8배 이상이어야 Market Investable Equity Universe에 포함된다. Interim Market Size-Segment Cutoff는 주식의 조기편입 적격성을 판단하기 위해 일별로 계산된다. 이 수치는 현재 Market Investable Equity Universe를 기초로 한다(section 3.2.1: Determining the Interim Market Size-Segment Cutoffs for Daily Maintenance에 자세한 내용이 나와 있다).

모든 기존 구성종목들은 이 투자가능성 요건을 평가받지 않는다.

*2.2.6의 분기 리뷰 버전. FIF가 15% 미만인 주식은 (조기편입 요건과 동일하게) 유동시가총액이 $Cutoff * 0.5 * 1.8$ 이상이어야 MIEU에 포함됨

3.1.2.6 MINIMUM FOREIGN ROOM REQUIREMENT (최소 Foreign Room 요건)

외국인 보유 한도(FOL)가 있는 신규 주식의 경우에는, foreign room이 최소 15%이어야만 Market Investable Equity Universe에 포함된다. 모든 기존 구성종목들은 이 투자가능성 요건을 평가받지 않는다.

*2.2.8의 분기 리뷰 버전

3.1.2.7 MINIMUM LENGTH OF TRADING REQUIREMENT (최소 거래 기간 요건)

Section 2.2.7에 설명된 minimum length of trading requirement를 충족하지 못하는 신규 주식은, 전체 시가총액과 유동시가총액이 각각 Standard Index Interim Market Size-Segment Cutoff의 1.8배와 1.8배의 절반을 충족하는 경우에만 Market Investable Equity Universe에 포함된다.

모든 기존 구성종목들은 이 투자가능성 요건을 평가받지 않는다.

*2.2.7의 분기 리뷰 버전

3.1.3 Recalculating the Global Minimum Size References and Global Minimum Size Ranges

(글로벌 최소 Size 기준점과 글로벌 최소 Size 범위를 재계산하기)

Global Minimum Size Reference와 이에 상응하는 range는 Equity Universe Minimum Size Requirement 를 업데이트하는데 사용된 것과 유사한 프로세스를 사용해서, 지수 리뷰에서 리셋된다. Appendix X: Updating the Global Minimum Size References and Ranges에 자세한 내용이 나와 있다.

* 2.3~2.3.2의 분기 리뷰 버전

※ Appendix X: Updating the Global Minimum Size References and Ranges

(글로벌 최소 Size 기준점과 범위 업데이트하기)

이벤트와 주가 변동에 의해서 시장이 진화하기 때문에, 다음의 일반 원칙을 사용해서 Global Minimum Size Reference와 Range가 일별로 계산된다.

Global Minimum Size References와 Ranges를 업데이트하기 위한 일반 원칙

- **The Investable Market Index Global Minimum Size Reference:** Developed Market의 경우에 직전 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)에서의 IMI Global Minimum Size Reference에 해당하는 기업 순위를 확인해서, 해당 순위까지의 현재 DM Investable Equity Universe의 누적유동시가총액 커버리지가 99%와 99.25% 사이면 동일 순위에 해당하는 기업의 현재의 전체 기업 시가총액이 Reference로 설정된다. 해당 순위의 커버리지가 99%~99.25% 사이가 아니면, 누적 유동시가총액이 99%보다 낮지 않게 되거나(아래인 경우), 99.25%보다 높지 않게 되는(위인 경우) 첫 번째 기업으로 재설정되고, Global Minimum Size Reference는 재계산된다.

* 버퍼 룰을 사용하여 99%~99.25% 사이에 오도록 재조정함

- **The Standard Index Global Minimum Size Reference:** Developed Market의 경우에 직전 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)에서의 Standard Index Global Minimum Size Reference에 해당하는 기업 순위를 확인해서, 해당 순위까지의 현재 DM Investable Equity Universe의 누적유동시가총액 커버리지가 85%와 87% 사이면 동일 순위에 해당하는 기업의 현재의 전체 기업 시가총액이 Reference로 설정된다. 해당 순위의 커버리지가 85%~87% 사이가 아니면, 누적 유동시가총액이 85%보다 낮지 않게 되거나(아래인 경우), 87%보다 높지 않게 되는(위인 경우) 첫 번째 기업으로 재설정되고, Global Minimum Size Reference는 재계산된다.

* 버퍼 룰을 사용하여 85%~87% 사이에 오도록 재조정함

- **The Large Cap Index Global Minimum Size Reference:** Developed Market의 경우에 직전 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)에서의 Large Cap Index Global Minimum Size Reference에 해당하는 기업 순위를 확인해서, 해당 순위까지의 현재 DM Investable Equity Universe의 누적유동시가총액 커버리지가 70%와 72% 사이면 동일 순위에 해당하는 기업의 현재의 전체 기업 시가총액이 Reference로 설정된다. 해당 순위의 커버리지가 70%~72% 사이가 아니면, 누적 유동시가총액이 70%보다 낮지 않게 되거나(아래인 경우), 72%보다 높지 않게 되는(위인 경우) 첫 번째 기업으로 재설정되고, Global Minimum Size Reference는 재계산된다.
- **Emerging Market용 기준:** 각 size-segment별 EM Global Minimum Size Reference는 DM의 USD Global Minimum Size Reference의 절반값이 사용된다.
- **Frontier Market용 기준:** FM Global Minimum Size Reference는 Developed Market과 동일한 접근 방식을 사용하여 계산되지만 FM Investable Equity Universe를 기반으로 한다.

직전 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)의 Global Minimum Size Reference로 결정되었던 기업의 순위를 사용하는 것은 - 허용 가능한 표시 범위 내에서 - 타겟 percentile coverage에 초점을 맞추는 방식과 비교했을 때, 더 안정적인 Global Minimum Size Reference를 제공하는 것을 목표로 한다.

일별 기준과 약식 리밸런싱 기준에서는, Global Minimum Size Reference를 갱신하기 위해서, 기존 DM Equity Investable Universe가 사용된다. 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)에서는, 완전히 갱신된 DM Equity Investable Universe가 사용된다.

예제:

Standard 지수의 이전 지수 리뷰에서 Global Minimum Size Reference는 3.95십억 달러로 결정됐고, 이는 누적 유동시가총액 커버리지의 85%에 해당하는 등수인 1700번째 기업의 시가총액이 반영되었다. 이번 지수 리뷰에서, 1700위에 해당하는 기업의 시가총액은 잠정(pro forma) Global Minimum Size Reference로 선택된다. 1700개 기업의 누적 유동시가총액 커버리지가 DM Equity Investable Universe의 85%-87% 사이라면, 1700위에 해당하는 기업의 전체시가총액은 신규 Global Minimum Size Reference로 사용될 것이다. 그러나, 만약에 DM Equity Investable Universe의 누적 유동시가총액이 88%라면, Global Minimum Size Reference를 결정하는 기업의 순위는 리셋된다. 이 경우에, 상위 1600개의 기업들이 유동시가총액의 누적 87%를 커버한다고 가정하면, 1600위에 해당하는 기업의 시가총액이 DM Standard 지수의 신규 Global Minimum Size Reference가 된다. 다음 지수 리뷰에서, 1600위에 해당하는 기업의 전체 시가총액은 잠정(pro forma) Global Minimum Size Reference가 될 것이다.

* 2.3.2.1의 상시 버전

* 전체 방법론 중에서 일별로 업데이트되는 데이터들에 대한 설명은 Appendix X와 Sub-section 3.2.1에만 있음

3.1.4 Reassessing the Segment Number of Companies and the Market Size-Segment Cutoffs (Segment 기업 수와 시장 Size-Segment 기준점을 재산정하기)

Segment 기업 수 및 관련된 Market Size-Segment Cutoff는 각 Market Investable Equity Universe의 변화를 감안하도록 업데이트된다.

* 2.3.3의 분기 리뷰 버전

3.1.4.1 DETERMINING INITIAL SEGMENT NUMBER OF COMPANIES (초기 Segment 기업 수 결정하기)

Interim Market Size-Segment Cutoff²가 Global Minimum Size Range의 하단(Global Minimum Size Reference의 50% 수치) 이상이면, Initial Segment 기업 수는 업데이트된 Investable Equity Universe에서 전체 기업 시가총액이 Interim Market Size-Segment Cutoff 이상인 기업의 수로 결정된다. Interim Market Size-Segment Cutoff가 Global Minimum Size Range 하단 미만이면, Initial Segment 기업 수는 아래의 합과 같다:

- 업데이트된 Investable Equity Universe 내에서, 전체 기업 시가총액이 Global Minimum Size Range 하단보다 크거나 같은 기업의 수. 그리고;
- 업데이트된 Investable Equity Universe 내에서, 지수 리뷰 직전의 해당 Size-Segment에 속한 기업 중 Global Minimum Size Range를 하회하면서, Interim Market Size-Segment Cutoff 이상의 전체시가총액을 가진 기업의 수

이 Initial Segment 기업 수는, 업데이트된 Equity Investable Universe에서의 신규 적격 주식과 삭제 건을 감안하게 된다.

* 여기서 언급된 interim cutoff는 일별로 관리되는 cutoff임. 이 수치는 3.2.1에 설명되어 있음.

1) 일반적인 상황에서(한국 Interim Cutoff가 GMSR 하단 이상인 경우), 아래 과정으로 NOC가 결정됨.

직전 NOC(기업 수) → “직전 MIEU”에서, NOC로 Interim Cutoff 계산 → “리뷰용 MIEU”에서, Cutoff로 NOC 계산 → Initial NOC가 결정됨. 이 말인즉슨 MIEU에서 Cutoff 이상 종목군의 변화가 없었으면, 직전 NOC와 동일하게 Initial NOC가 결정된다는 것임. 따라서, 이 상황에서 Standard 기업 수는 유지됨. 일반적인 “기업 수 유지 개념”은 이때 상황을 말할.

그런데, “직전 MIEU”에 대비된 “리뷰용 MIEU”에 (Cutoff 이상의) 시가총액 큰 종목들이 신규 추가되는 경우에는, 그 수만큼 NOC가 증가함. 리뷰용 MIEU에서 시가총액 큰 종목이 갑자기 제외(상장폐지 등)되는 경우에는, 그만큼 NOC가 감소함.

2) 한국 Interim Cutoff가 GMSR 하단 미만인 일반적이지 않은 상황에서는, NOC에 추가적인 조정이 들어 감. Interim Cutoff가 Global Size Range 하단을 건드리게 되면(상대적으로 시가총액 수준이 떨어지게 되면), Range 하단을 상회하는 기업들 위주로 새로이 적은 기업 수(NOC)를 정함. 여기서도 버퍼 룰을 적용해서 최소 한도로 기업 수를 줄이는 방식임.

² 지수 리뷰에서의 Interim Market Size-Segment Cutoff는 매일 생성되는 Interim Market Size-Segment Cutoff와 동일한 방식으로 계산된다. 단, 지수 리뷰 후의 주식 수와 FIF가 계산에 사용되며, 수치가 Global Minimum Size Range에 의해서 제한되지 않는다. 추가로, Interim Market Size-Segment Cutoff가 Equity Minimum Size Requirement보다 낮으면, Interim Market Size-Segment Cutoff는 Equity Minimum Size Requirement 수치로 지정된다.

* 일별 생성 수치와는 다르게 지수 리뷰 상의 Interim Market Size-Segment Cutoff는 Global Minimum Size Range 제한을 받지 않음

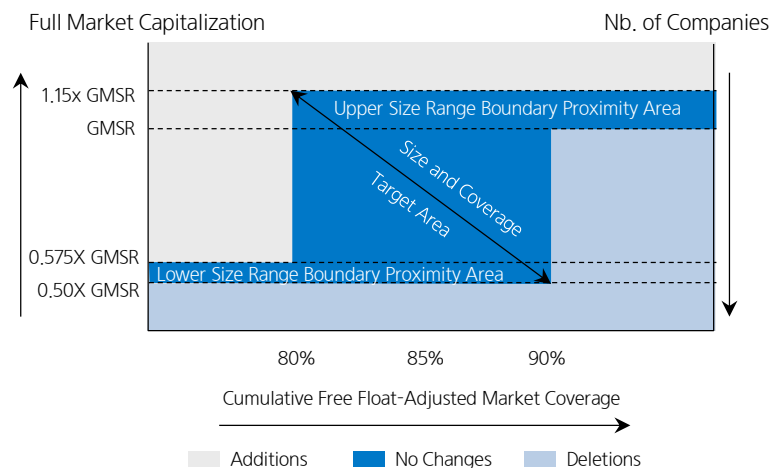
3.1.4.2 CHANGES IN THE SEGMENT NUMBER OF COMPANIES (Segment 기업 수의 변경)

업데이트된 Market Investable Equity Universe에서 Initial Segment 기업 수의 순위에 해당하는 기업의 전체시가총액과 이 기업 순위의 누적유동시가총액 커버리지를 이용하여, Initial Segment 기업 수가 아래 내용을 만족하는지를 검증한다:

- 해당 Size-Segment 지수의 Size and Coverage Target Area에 속해있거나, 또는
- Global Minimum Size Reference의 0.5배~0.575배와 1배~1.15배 구간인 Lower 혹은 Upper Size Range Boundary Proximity Area에 속해있는지 (자세한 내용은 아래 그림을 참고)

위 조건에 해당하면, 지수 리뷰 후의 Segment 기업 수는 Initial Segment 기업 수 그대로 정해지며, Segment 기업 수 내에 가장 작은 전체시가총액이 Market Size-Segment Cutoff가 되고 이번 지수 리뷰에서 사용된다. Initial Segment 기업 수에 해당하는 기업의 전체 기업 시가총액이 Global Minimum Size Range보다 위에 있고 해당 기업과 Global Minimum Size Range의 upper boundary 사이에 투자가능 기업이 없는 경우에도, Segment 기업 수가 Initial Segment 기업 수 그대로 정해진다.

Changing Segment Number of Companies



Initial Segment 기업 수가 size and coverage target area의 밖에 위치해 있으면, area 근처로 데려오기 위해 Initial Segment 기업 수가 변경된다. 이 변경을 할 때, Market Size-Segment Cutoff를 Size and Coverage Target range 안에 넣는 능력에 영향을 줄 수 있는, 지수 안정성과 회전율을 감안하게 된다.

Initial Segment 기업 수에 따른 Market Size-Segment Cutoff의 Size and Coverage Target Area 대비 상대적인 위치에 따라서, Segment 기업 수의 증가 혹은 감소가 요구될 수 있다.

- Market Size-Segment Cutoff가 Global Minimum Size Range의 upper boundary 위에 있고 Initial Segment 기업 수에 해당하는 기업과 Global Minimum Size Range의 upper boundary 사이에 투자가능 기업이 있는 경우, 혹은 Market Size-Segment Cutoff가 Market Coverage Target Range(* x축)의 하단 아래에 있는 경우에 Size-Segment 지수에 기업 추가가 요구된다. (* 위 그림에서 additions에 해당하는 영역)
- Market Size-Segment Cutoff가 Global Minimum Size Range의 lower boundary 아래에 있거나, 혹은 Market Coverage Target Range(* x축)의 위에 위치해 있을 때, Size-Segment 지수에 기업 삭제가 요구된다. (* 위 그림에서 deletions에 해당하는 영역)

Segment 기업 수를 조정하는 과정은 다음과 같다:

- Segment 기업 수에 추가가 필요할 때:
 - Global Minimum Size Range의 upper boundary보다 전체시가총액이 더 높은 모든 기업을 포함하도록, 기업 수가 증가된다.
 - Lower Size Range Boundary Proximity Area의 upper limit보다 전체시가총액이 더 높은 기업에 대해서, Market Coverage Target Range의 lower boundary에 도달할 때까지 모든 기업을 포함하도록, 기업 수가 증가된다.
 - 추가 작업은 전체시가총액 내림차순으로 진행된다. 마지막에 추가된 기업의 전체시가총액이 Market Size-Segment Cutoff가 된다. 만약, 마지막 추가 기업의 전체시가총액이 Global Minimum Size Range의 upper boundary 위에 있으면, Market Size-Segment Cutoff는 해당 upper boundary로 설정된다.
- Size and Coverage Target Area에 도달하기 위해서 Segment 기업 수에 삭제가 필요한 경우, 지수 안정성을 올리기 위해서 제한 조치가 적용된다. 이 제한 조치는 다음의 단계로 시행된다:
 - 우선, Market Size-Segment Cutoff를 Size and Coverage Target Area로 가져오기 위해 Initial Segment 기업 수를 축소할 때 5% 이상을 축소할 수 없다. Upper Size Range Boundary Proximity Area의 lower limit보다 낮은 전체시가총액의 기업만이 삭제될 수 있다.
 - 축소작업이 Market Size-Segment Cutoff를 Global Minimum Size Range에 부합하게 만들거나, 혹은 축소작업이 Initial Segment 기업 수 수정 전의 최소 기업과 Global Minimum Size Range의 lower bound의 유동시가총액 차이분의 절반 이상을 제거했다면, 더 이상의 조정은 이뤄지지 않는다.
 - 그렇지 않다면, Initial Segment 기업 수의 수정 전의 최소 기업과 lower bound 사이의 유동시가총액 차이분의 최대 절반을 제거하기 위해서, Initial Segment 기업 수가 20% 이하로만 제거된다.
 - 소수의 기업을 가진 시장 segment에서는, 처음 2개 기업의 삭제는 위에서 설명한 제한 조치를 적용하지 않는다.
 - 위에서 설명한 기업 수 감소에 제한이 걸린 경우에는, 지수 안의 최소 기업의 전체시가총액이 Global Minimum Size Range의 lower boundary 아래에 남을 것이다. 이런 경우에 Market Size-Segment Cutoff는, 최소 기업의 사이즈 대신에 Global Minimum Size Reference의 0.5배인 lower bound 수치로 설정된다.

* Initial Segment 기업 수가 일반적인 size and coverage target area 안에 있으면, 그냥 기업 수가 유지됨. 아닐 경우에는 Initial Segment 기업 수가 증가하거나 감소하는데, 감소할 때 제약사항이 더 많음.

* 일반적으로는 Initial Segment 기업 수가 target area에 남게 되고, 기업 수 변동이 없는 경우가 주로 나타남.

3.1.5 Assigning Companies to Appropriate Size-Segments (기업을 적정 Size-Segment에 할당하기)

지수 리뷰를 통해서, Segment 기업 수가 충족될 때까지 아래의 우선 순위대로 기업들이 Size-Segment에 할당된다.

- 해당 Size-Segment 지수의 현재 구성종목 그리고 직전 지수 리뷰에서 해당 Size-Segment로 할당되었지만 Final Size-Segment 투자가능성 요건에서 탈락한 기업 중에서, (* 시가총액이) Market Size-Segment Cutoff 이상인 기업
- 전체시가총액이 Market Size-Segment Cutoff 이상인 신규 투자가능 기업(Newly investable)
- 하위(lower) Size-Segment의 upper buffer 기준점보다 큰 기업들:
 - 현재 하위 Size-Segment 지수에 포함된 기업, 혹은
 - 직전 지수 리뷰에서 하위 Size-Segment 지수에 할당되었으나 Final Size-Segment 투자가능성 요건에서 탈락한 기업, 혹은
 - 직전 지수 리뷰에서 어떤 Size-Segment에도 할당되지 않았던 투자가능 기업
- 해당 Size-Segment 지수의 현재 구성종목 그리고 직전 지수 리뷰에서 해당 Size-Segment로 할당되었지만 Final Size-Segment 투자가능성 요건에서 탈락한 기업 중에서, 시가총액 내림차순으로 Size-Segment의 lower buffer 안에 있는 기업. Buffer 기준점에 도달할 때까지 적용된다.
- 그 다음 하위 size-segment의 upper buffer 이상의 가장 큰 기업들

기업들이 Standard, Large, Investable Market Segment에 할당이 되면, 그 다음에 Mid, Small Cap Segment에도 할당이 된다. Mid Cap Segment는 Standard Segment이지만 Large Segment가 아닌 기업들로 구성된다. Small Cap Segment는 Investable Market Segment이지만 Standard Segment가 아닌 기업들로 구성된다.

* MSCI 방법론의 핵심적인 내용. Standard 지수 편출입 종목을 결정하는 가장 중요한 기준이 3.1.5임.

* 1) 기존 구성종목 중에서 Cutoff 이상인 기업, 2) Cutoff 이상인 신규 기업, 3) 하위 Size-Segment 기존 구성종목 중 upper buffer 이상인 기업, 4) 기존 구성종목 중에서 lower buffer 이상인 기업, 5) 그 다음 하위 Size-Segment의 upper buffer 이상의 가장 큰 기업 순으로, 기업이 채워짐.

* 2.3.4의 분기 리뷰 버전

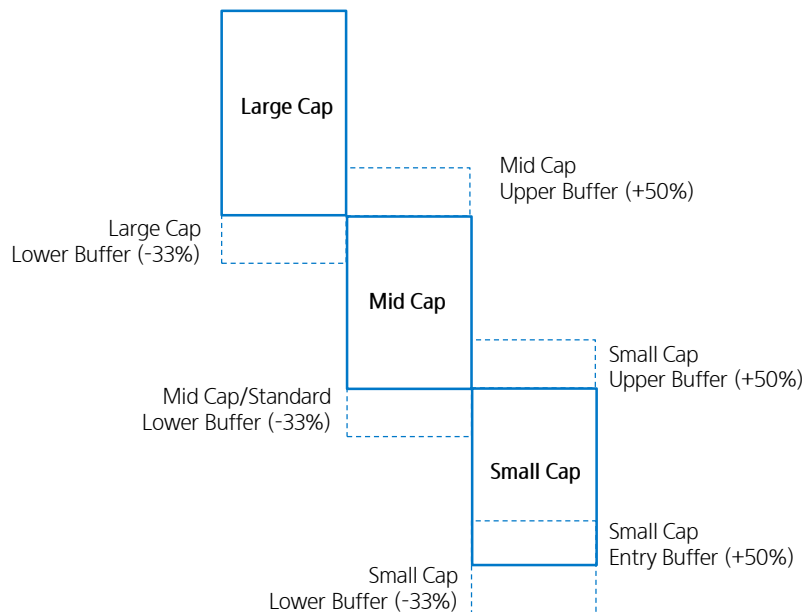
3.1.5.1 USING BUFFER ZONES TO MANAGE THE MIGRATION OF COMPANIES BETWEEN SIZE-SEGMENT INDEXES (Size-Segment 지수 간의 기업 이동을 관리할 때, 버퍼 존을 사용하기)

Size 매니저의 투자 프로세스를 잘 반영하고 주식이 size-segment 기준점에서 멀리 이동할 때 시장 변화의 적시성 있는 표지를 허용하고 지수 회전율 관리에 도움을 주기 위해, Size-Segment 지수 간의 기업 이동을 관리하는데 버퍼 존이 사용된다.

기존 구성종목은, 만약 전체시가총액이 해당 segment의 하단 경계를 뜻하는 Market Size-Segment Cutoff보다 떨어지더라도, Market Size-Segment Cutoff 아래의 버퍼 존에 속해 있으면, 일반적으로 현재 size-segment에 남게 된다. 상단 경계를 뜻하는 Market Size-Segment Cutoff보다 높더라도, Market Size-Segment Cutoff 위의 버퍼 존에 속해 있으면, 일반적으로 현재 size-segment에 남게 된다. 지수 리뷰에서 버퍼 존은 2개 size-segment 사이의 Market Size-Segment Cutoff의 2/3배와 1.5배의 경계로 정의된다.³

추가로, Small Cap Entry Buffer Zone은 IMI 현재 비구성종목의 Small Cap 지수 진입에 사용된다. 이는 Investable Market Index의 Market Size-Segment Cutoff의 1.5배의 경계로 정의된다. Investable Market Size-Segment Cutoff 이상의 모든 신규 적격 기업을 Small Cap 지수에 포함시키는 것은, 작은 기업들의 과도하게 많은 추가를 만들어낼 수 있다. 따라서, Small Cap Segment에 배정된 Small Cap Entry Buffer 내 IMI 현재 비구성종목들은, Small Cap Lower Buffer 밑으로 떨어진 현재 구성종목을 대체하는 선까지만 Small Cap 지수에 포함된다. 남은 기업들은 Investable Market Index에 포함되지는 않으나, Segment 기업 수를 결정하는 데는 계속 사용된다.

지수 리뷰 버퍼



³ “약식” 리밸런싱에서 버퍼 존은 2개 size-segment 사이의 Market Size-Segment Cutoff의 절반과 1.8 배에서 정해진다

3.1.6 Assessing Conformity with Final Size-Segment Investability Requirements

(최종 Size-Segment 투자가능성 요건으로 적정성 평가하기)

* 2.3.6의 분기 리뷰 버전

3.1.6.1 FOR NEW CONSTITUENTS (신규 구성종목의 경우)

기업들이 각 size-segment에 할당되면, 각 segment 내 기업의 주식들에 대해, 추가적인 size-segment 투자가능성 요건에 의한 적정성이 평가된다. 신규 적격 기업 혹은 하위 segment에서 이동한 기업의 주식들은, Sub-section 2.3.6: Applying Final Size-Segment Investability Requirements에 설명된 추가 투자가능성 요건을 충족해야 한다.

추가로, Sub-section 3.2.4.1에 의한 조기 편입이 적격인 IPO 종목이고, 편입 발효일(effective date)이 지수 리뷰의 발효일의 5일 전부터 3일 후 사이면, 해당 주식 편입은 지수 리뷰와 같이 진행된다. 예를 들어, IPO의 편입 발효일이 11월 28일(12월 1일의 3영업일 전)이고, 지수 리뷰의 발효일이 12월 1일이면, IPO 종목은 12월 1일에 유효하게 추가된다.

(조건부 거래에 대한 예외사항 수록: For companies ~ trading, 3줄)

- * final 투자가능성 요건은 신규 종목과 기존 종목의 기준이 다름. 신규 종목 체크는 section 2.3.6의 내용을 따름.
- * 본문에 나오는 2.3.6는 1) 유동시가총액이 Cutoff의 50% 이상이어야 함, 2) FIF가 원칙적으로 15% 이상이어야 하나, 15% 미만이면 유동시가총액이 $Cutoff * 0.5 * 1.8$ 이상이어야 함, 3) Foreign Room이 원칙적으로 25% 이상이어야 함(실질적으로는 15% 이상이면 됨), 4) 극단적 가격 상승을 보이지 않아야 함의 내용임.

3.1.6.2 FOR EXISTING CONSTITUENTS (기존 구성종목의 경우)

기존 구성종목은, Section 2.3.6.1에 나온 유동시가총액에 대한 추가 투자가능성 요건에 실패하더라도 기준점의 2/3 수치를 충족하면 size-segment 지수에 남게 된다. Small Cap 지수의 기존 구성종목은 지수에 남기 위해서 FIF가 0.15 이상이어야 한다. FIF가 0.15 미만인 Standard 지수의 기존 구성종목은, 주식 유동시가총액이 Standard 지수의 최소 유동시가총액 수치의 1.8배의 2/3 이상이어야 한다.

Lower buffer에 있는 Standard 지수의 기존 구성종목이 추가적인 투자가능성 요건에 실패하게 되면, Small Cap 지수로 이동한다. 그러나, 그 기업이 추가적인 투자가능성 요건을 만족하는 다른 투자가능 주식을 가지고 있으면, 그 기업은 Standard Size-Segment에 남게 되고, final size-segment 투자가능성 요건에 실패한 해당 주식은 MSCI GIMI의 어떤 지수에도 포함되지 않는다.

이 요건에 실패하는 다른 모든 Standard 지수 구성종목들은, MSCI GIMI의 어떤 지수에도 포함되지 않는다.

- * 즉, 신규 구성종목은 최소 유동시가총액 기준이 유동시총용 Cutoff(전체시총용 Cutoff의 50%)인데, 기존 구성종목은 최소 유동시가총액 기준이 유동시총용 Cutoff(전체시총용의 50%)의 2/3임. 항상 체크해야 하는 판단 조건임.

극단적 가격 상승을 보이는 기존 IMI 구성종목은 (Section 2.3.6.3에 따라) Standard 지수로의 이동이 적격하지 않게 된다. Standard 지수로 이동하고자 하는, 극단적 가격 상승을 보이는 기존 IMI 구성종목은 Small Cap 구성종목으로 유지된다.

Foreign room이 25% 미만인 기존 구성종목 주식은, foreign room의 실제 레벨을 반영하기 위해서 adjustment factor에 의해 비중이 조정된다.

리뷰 후의 adjustment factor는, 현재 adjustment factor와 주식의 실제 foreign room 레벨에 의해 결정되며, 다음 표와 같다.

Post-review adjustment factor

	Foreign room >= 25%	15% <= Foreign room < 25%	7.5% <= Foreign room < 15%	3.75% <= Foreign room < 7.5%	Foreign room < 3.75%
Current adjustment factor=1	1	1	0.5	0.25	0
Current adjustment factor=0.5	1	0.5	0.5	0.25	0
Current adjustment factor=0.25	1	0.5	0.25	0.25	0

만약 기존 구성종목의 foreign room이 3.75% 미만으로 감소하면, adjustment factor는 0이 된다.

지수 연속성을 보존하기 위해, 기존 IMI 지수 구성종목에 대한 최소 유동시가총액 요건의 적합성은 adjustment factor의 적용 전의 유동시가총액을 사용해서 평가된다. 즉, FIF(adjustment factor 적용 전)가 0.15 이상인 IMI의 기존 구성종목은, Standard나 Small Cap 지수에 남기 위해서, Standard나 Small Cap 지수에서 요구하는 최소 유동시가총액 수치의 2/3를 충족해야 한다는 것이다. FIF(adjustment factor 적용 전)가 0.15 미만인 Standard 지수의 기존 구성종목은, Standard 지수에 남기 위해서 Standard 지수에서 요구되는 최소 유동시가총액의 1.8배의 2/3를 충족해야 한다.

IMI 현재 비구성종목의 최소 유동시가총액 요건의 적용은, adjustment factor 적용 후의 유동시가총액을 사용해서 평가된다.

Foreign room 레벨은 정기 MSCI 지수 리뷰와 함께 분기별로 리뷰된다. 일반적으로 이전 foreign room 감소에 이은 기존 종목의 adjustment factor의 상향 작업이나 foreign room이 3.75% 미만이어서 삭제된 주식의 지수 재포함 작업은, 감소나 삭제 시점의 12개월 후에 다시 검토된다; adjustment factor의 상향이 FOL(외국인 보유 한도)의 변화에서 발생하는 것이면서 보유 한도의 증가가 Section 3.1.9에서 정한 이전 지수 리뷰의 Price Cutoff Date 이전에 발생한 케이스가 아니라고 할 때, 이 경우가 적용된다.

예를 들어, 5월 지수 리뷰에서 고려되기 위해서는, FOL의 잠정 증가가 2월 지수 리뷰의 Price Cutoff Date 이전에 발생해야 한다.

정기 지수 리뷰 동안, 낮은 foreign room에 의한 adjustment factor 변화 결과로 비중이 감소하는 기존 IMI 구성종목에 대해서, MSCI는 지수 리뷰의 발효일의 5영업일 전까지, FOL 증가에 의한 잠재적인 foreign room 증가를 모니터링한다.

* Foreign room이 3.75% 미만이 되어 adjustment factor가 0으로 지정되면, 그 종목은 MSCI 지수 및 MIEU에서도 동시에 편출됨.

* Foreign room의 증가에 의한 adjustment factor 상향 조정은, 하향 조정 시점의 12개월 후에 다시 검토됨.

3.1.7 Index Review of Changes in Foreign Inclusion Factors (FIFs) (FIF 변화에 대한 지수 리뷰)

지수 리뷰 중 FIF의 변경은 유동비율 추정에 사용된 주주 정보의 모든 측면의 변경을 포함하는 이전 분기 동안 발생했거나 포착되지 않은 이벤트로 인해 발생할 수 있다. 추정 유동비율 및 해당 FIF의 변경 사항은 2월, 5월, 8월 및 11월 지수 리뷰에서 분기별로 지수에 반영된다. 유동비율의 변화가 1%를 초과하거나 수정되는 경우 모든 FIF 변경이 지수에 반영된다. 또한 지수 리뷰의 일환으로 Standard/Small Cap Size-Segment 추가, Micro Cap 지수 추가 및 Standard Size-Segment 삭제 시에도 모든 FIF 변경 사항이 반영된다.

FIF 변화는 지수 리뷰의 Price Cutoff Date(Sub-Section 3.1.9에서 정의된) 이전에 이벤트가 발생한 경우에 해당 지수 리뷰 내에서 시행된다. Price Cutoff Date 이후에 유효한 변화인 경우에, 시행은 일반적으로 다음의 가까운 지수 리뷰로 연기된다.

MSCI는 변화가 Price Cutoff Date 이후에 유효하더라도 해당 지수 리뷰의 일부로 그 변화를 시행할 수도 있다. 이런 변화는, 지수 리뷰 발효일의 3영업일 전에 MSCI에 의해 공지되어야 한다.

3.1.8 Index Review of Changes in Number of Shares (NOS) (주식 수 변화에 대한 지수 리뷰)

지수 리뷰 중에 NOS의 변경은 전 분기 동안 발생했거나 포착되지 않은 이벤트로 인해 발생할 수 있다. NOS의 변경은 일반적으로 이벤트 발생 시점이 아닌 2월, 5월, 8월, 11월 지수 리뷰에서 분기별로 업데이트되며, 절대 NOS 변경이 1,000주 이상이거나 상대 NOS 변경이 0.02% 이상인 경우에만 적용된다.

NOS의 변경이 해당 지수 리뷰의 Price Cutoff Date (Sub-section 3.1.9에 정의된 대로) 이전에 발생하는 경우 해당 지수 리뷰의 일환으로 시행된다. 해당 날짜 이후에 유효한 변경의 경우, 일반적으로 가장 가까운 다음 지수 리뷰로 시행이 연기된다.

MSCI는 변화가 Price Cutoff Date 이후에 유효하더라도 해당 지수 리뷰의 일부로 그 변화를 시행할 수도 있다. 이런 변화는, 지수 리뷰 발효일의 3영업일 전에 MSCI에 의해 공지되어야 한다.

3.1.9 Date of Data Used for Index Review (지수 리뷰에 사용되는 데이터의 기준일)

지수 리뷰용 일반 데이터 cutoff date는 다음과 같다:

- Equity Universe Cutoff Date: 2월 지수 리뷰에서 11월 마지막 영업일, 5월 지수 리뷰에서 2월 마지막 영업일, 8월 지수 리뷰에서 5월 마지막 영업일, 11월 지수 리뷰에서 8월 마지막 영업일. 이는 다음과 관련된 cutoff 날짜다:
 - Sub-section 2.1: Defining the Equity Universe에 따라 Equity Universe 업데이트에 사용되는 데이터;
 - Sub-section 3.1.2.2: Updating the Equity Universe Minimum Size Requirement에 따라 업데이트된 Equity Universe Minimum Size Requirement 계산에 사용되는 데이터;
- Liquidity Cutoff Date: 2월 지수 리뷰에서 12월 마지막 영업일, 5월 지수 리뷰에서 3월 마지막 영업일, 8월 지수 리뷰에서 6월 마지막 영업일, 11월 지수 리뷰에서 9월 마지막 영업일. 이는 ATVR과 frequency of trading 같은 유동성 계산에 사용되는 데이터용 관련 cutoff 날짜다.
- Price Cutoff Date: 2월 지수 리뷰에서 1월의, 5월 지수 리뷰에서 4월의, 8월 지수 리뷰에서 7월의, 11월 지수 리뷰에서 10월의 마지막 10개 영업일 중 하나다. 이는 다음과 관련된 cutoff 날짜다:
 - 시가총액 계산에 사용되는 주가:
 - Sub-section 3.1.7: Index Review of changes in Foreign Inclusion Factors (FIFs)에 따라 FIF 업데이트에 사용되는 데이터;
 - 모든 foreign room 변화를 포함하는 데 사용되는 데이터.
 - Sub-section 3.1.8: Index Review of changes in Number of Shares (NOS)에 따라 주식 수 업데이트에 사용되는 데이터.
- 영업일은, 주식의 상장 국가 기준에서 MSCI All Countries World 지수 유동시가총액의 80% 이상의 시장이 열리는 월요일부터 금요일까지의 날짜로 정의된다.

일반 규칙으로, Price Cutoff Date 이후의 주가 변동은 지수 리뷰의 결과에 영향을 주지 않는다. 그러나 size-segment의 이동이나 IMI에 추가되는 기업에 대한 특수한 이벤트나 뉴스의 경우에는, MSCI가 기업의 size-segment 위치 이동을 하지 않는 것으로 결정할 수 있다. 그런 상황에서, 기업은 현재 size-segment에 유지되거나, IMI에 추가되지 않게 된다.

(특수한 이벤트 내용 수록: Examples ~ document. 9줄)

MSCI는 상시 관리의 일부로써, 월별로 Market Investable Equity Universe 안의 기업의 전체 기업 시가총액(발행자 레벨)을 모니터한다. 전체 기업 시가총액은, MSCI Equity Universe에 포함된 발행기업의 모든 상장 주식뿐만 아니라, 발행기업의 주식의 특성을 갖는 모든 비상장 주식들의 주식 시가총액의 합산 수치이다.

전체 기업 시가총액 = $\sum(\text{상장 주식 수} \times \text{가격}) + \sum(\text{비상장 주식 수} \times \text{참조 상장 주식 가격} \times \text{전환계수})$

전환계수는 비상장 주식의 경제적 가치를 참조 상장 주식의 경제적 가치(즉 주가)와 비교한 추정치다. 일반적으로, MSCI는 여러 정보들 중에서 상장 주식 대비 비상장 주식의 교환비율, 상대적 배당권 혹은 상대적 액면가와 같은 공개적으로 이용 가능한 정보를 이용하여 전환계수를 도출한다. 경제적 권리가 없는 비상장 주식은 기업 전체시가총액 계산에 포함되지 않는다.

해당 월의 10영업일 이내에 확인된 기존 지수 구성종목의 추가적인 주식은, 다음 달의 3영업일에 소개된다. 주식 수, FIF, MSCI 지수 내의 비중은 이 업데이트에서 영향을 받지 않는다.

주식의 주식 클래스, 주식 형태, 대체 상장의 상시 관리는 월의 3번째 영업일에 시행된다.

지수 리뷰 동안의 시장 폐쇄에 대한 MSCI의 정책에 대한 자세한 내용은 Appendix IX: Policies Regarding Trading Suspensions and Market Closures during Index Reviews에 나와 있다.

3.2 Ongoing Event-Related Changes (상시 이벤트 관련 변경)

상시 이벤트 관련 변경은 합병, 인수, 분할, 파산, 구조 개편, 그 외 유사 기업 이벤트의 결과다. 변경은 또한 지속적으로 발생하는 유상 증자, 무상 증자, 공모 발생, 그 외 유사 기업 이벤트의 형태인 자본 재구성에서 발생한다. 이들 변경은 일반적으로 이벤트 시점에 지수에 반영된다.

이들 기업 이벤트는, 지수 리뷰 밖의 기업 추가 혹은 삭제와, FOL, FIF, NOS(주식 수) 등에 의한 비중 변화와, 사이즈, 스타일, 산업 분류의 변화를 포함하여, 지수와 이의 구성종목의 많은 측면에 영향을 준다.

이벤트로 인한 변경이 기업의 size-segment 할당에 끼치는 영향을 평가하기 위해, 아래의 설명처럼 일별로 Market Size-Segment Cutoff와 Segment 기업 수를 관리하는 것이 필요하다.

상시 이벤트 관련 변경의 처리는 크게 2개의 카테고리로 분류될 수 있다:

- 아래의 Sub-section 3.2.3에서 설명하는, 기존 지수 구성종목에 영향을 주는 기업 이벤트
- 아래의 Sub-section 3.2.4에서 설명하는, 비구성종목에 영향을 주는 기업 이벤트

세부 기업 이벤트 종류들을 관리하는 기술적인 세부 사항은 <https://www.msci.com/index-methodology>에 있는 MSCI Corporate Events Methodology 책에서 찾을 수 있다.

3.2.1 Determining the Interim Market Size-Segment Cutoffs for Daily Maintenance (일별 관리를 위한 Interim Size-Segment Cutoff 결정하기)

주요한 IPO 건과 같은 주식의 조기 편입의 적격성을 판단하고, 그리고/또는 합병, 분할 같은 기업 이벤트 후의 기업과 주식을 적정 Size-Segment 지수에 할당하는 목적을 위해, Interim Size-Segment Cutoff가 사용된다. 이 수치를 도출하기 위해 다음의 단계가 진행된다:

- Large Cap, Standard, IMI의 Global Minimum Size Reference와 Global Minimum Size Range가 Appendix X: Updating the Global Minimum Size References and Ranges에서 설명한 대로 일별로 업데이트된다.
- 일별로, 각 Market Size-Segment Cutoff는 Market Investable Equity Universe의 해당 Size-Segment에서 Segment 기업 수와 같은 순위의 기업의 전체시가총액으로 설정된다.
- Interim Market Size-Segment Cutoff는 다음으로 설정된다:
 - Market Size-Segment Cutoff가 Global Minimum Size Range의 lower bound 아래이면, lower bound 값
 - Market Size-Segment Cutoff가 Global Minimum Size Range의 upper bound 위이면, upper bound 값
 - Market Size-Segment Cutoff가 Global Minimum Size Range 안에 있으면, 그 Cutoff 값

Market Size-Segment Cutoff, Segment 기업 수, Global Minimum Size Range의 일별 수치는, 직전 거래일의 데이터를 기초로 한다.

3.2.2 Updating the Segment Number of Companies (Segment 기업 수의 업데이트)

기업 이벤트의 결과로 size-segment에 기업이 추가되거나 삭제되면, Segment 기업 수는 상응하면서 증가하거나 감소한다.

3.2.3 Corporate Events Affecting Existing Index Constituents

(기존 지수 구성종목에 영향을 주는 기업 이벤트)

기업 이벤트는 기존 지수 구성종목에 다양한 방식으로 영향을 줄 수 있다:

- 기존 구성종목의 FIF, 주식 수, 산업 분류의 변화
- 대형 기업 이벤트의 결과로 인한 size나 style segment 분류의 변화
- 비구성종목의 조기 편입
- 기존 지수 구성종목의 조기 삭제

3.2.3.1 CHANGES IN FIF, NUMBER OF SHARES OR INDUSTRY CLASSIFICATION FOR EXISTING CONSTITUENTS (기존 구성종목의 FIF, 주식 수, 산업 분류의 변화)

지수가 기저 주식의 투자가능성을 정확히 반영하기 위해서, 주식 수의 변화를 FIF의 변화와 조율하는 것이 일반적인 방침이다.

두 기업이 합병하거나 한 기업이 다른 기업을 인수 혹은 분할할 때, 결과 개체의 유동비율은 해당하는 경우 잠정(pro forma) 주식 수를 사용하여 잠정(pro forma) 기준으로 추정되며, 해당 FIF는 이벤트와 동시에 적용된다. 신규 주주 구조와 관련하여 차후에 공식 공지가 있고, 그 결과가 이벤트 시점에서 만들어진 것과 다른 유동비율 평가로 나오면, FIF는 다음 지수 리뷰에서 업데이트된다. 주주 구조 혹은 FOL과 FIF의 변화를 일으키는 다른 기업 이벤트들은 지수 내 이벤트의 시행과 동시에 지수에 반영된다. 계류 중인 NOS 그리고/또는 유동의 변화는, 만약 있다면 이벤트와 동시에 시행된다.

외국 투자자가 즉시 시장에서 주식을 팔아야 하거나 추가 매수가 더 이상 허용되지 않는 때의, FOL이나 Foreign Room의 감소는 가능한 한 빨리 지수에 반영된다. FOL 변화가 FIF를 0.15 아래로 줄이는 경우에는, Standard 지수 구성종목의 유동시가총액이 Standard 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 절반의 1.8배의 2/3 수치 이상이 되지 않으면 주식은 삭제된다.

Primary 주식공개로 비롯된, Standard 구성종목(Standard size segment에 할당되었으나 지수 추가에 실패한 주식을 포함), Small Cap 구성종목(Small Cap size segment에 할당되었으나 지수 추가에 실패한 주식을 포함), Micro Cap 구성종목(어느 size segment에도 할당되지 않은 상장주식을 포함)의 이벤트 전 주식 수의 각각 5%, 10%, 25% 이상을 나타내는 NOS와 FIF의 변화는, 모든 필요한 정보가 그때 존재한다면 신규 주식의 첫 거래일 마감 기준으로 시행된다. 그렇지 않으면, 이벤트는 관련 정보를 이용할 수 있게 된 후 실무적으로 가능한 한 빨리 바로 시행된다.

MSCI는 이벤트와 함께, 계류 중인 주식 수 그리고/또는 유동비율의 업데이트를 동시에 시행한다. 만약 주식 수 업데이트가 이벤트 후 주식 수 기준 +/-1%보다 작으면, 이는 다음의 지수 리뷰에서 시행된다.

Secondary 주식공개와는 대조적으로, primary 주식공개는 기업에 의한 신주 발행을 포함한다.

5%, 10%, 25%보다 작은 주식 수의 변화는 다음의 지수 리뷰에서 시행된다. 해당 케이스는 MSCI GIMI 방법론의 section 3.1.8에 해당하는 지수 리뷰에 해당하는 규칙이 적용된다.

주식의 이벤트 전 주식 수 기준으로 Standard 구성종목(Standard size segment에 할당되었으나 지수 추가에 실패한 주식을 포함), Small Cap 구성종목(Small Cap size segment에 할당되었으나 지수 추가에

실패한 주식을 포함), Micro Cap 구성종목(어느 size segment에도 할당되지 않은 상장주식을 포함)의 각각 5%, 10%, 25% 이상을 나타내는 secondary 공개 / 블록딜은, 충분한 사후 정보를 공개적으로 이용할 수 있는 경우 2영업일 전의 사전 통지와 함께 이벤트 시점에 시행된다.

이벤트 시점에서 위의 조건을 충족하지 않는 secondary 공개 / 블록딜은 후속 지수 리뷰에서 시행이 고려된다. 해당 케이스는 MSCI GIMI 방법론의 section 3.1.7에 해당하는 지수 리뷰에 해당하는 규칙이 적용된다.

대형 기업 이벤트에 의한 산업 분류의 변화는 이벤트와 동시에 시행된다. 산업 분류의 다른 변화는 월 말에 시행된다.

3.2.3.2 CHANGES IN SIZE SEGMENT, STYLE SEGMENT OR INDUSTRY CLASSIFICATION AS A RESULT OF A LARGE CORPORATE EVENT

(대형 기업 이벤트의 결과로 인한 size segment, 스타일 segment, 산업 분류의 변화)

GIMI와 World All Cap 지수의 기존 구성종목의 시가총액의 중요한 변화를 지수 회전을 최소화하면서 적시에 반영하기 위해서, 만약에 이벤트에 의한 시가총액 변화 및 주식의 수의 잠재적인 업데이트가 중요하다고 여겨지면, 주식의 size-segment 분류는 이벤트와 동시에 리뷰가 된다.

중요한 시가총액의 변화는, 이벤트 전의 기업의 전체시가총액 기준으로 50% 이상의 증가나 33% 이상의 감소로 정의된다.

주식의 적절한 Size-Segment로의 분류를 결정하기 위해, 기업의 이벤트 후 전체시가총액은 Interim Size-Segment Cutoff와 비교된다. 최종 결정은 이벤트의 완료 시점 또는 만약 이벤트가 아직 유효하지 않으면 확정 공지 시점에서 이루어지며, 최근 NOS, FIF, 추가 등을 포함한 분석 시점에서 유효한 최근 시장 정보를 기초로 한다.

추가로, 주식은 Sub-section 2.2 Determining the Market Investable Equity Universes에서 설명하는 투자 가능성 스크린을 통과해야 한다.

추가로, IMI에 추가되기 위해서, 주식은 Sub-section 2.3.6.2 Minimum Foreign Room Requirement에서 설명하는 최소 foreign room 요건을 충족해야 한다.

주식이 Standard 지수에 추가되기 위해서, 유동시가총액은 최소한 Standard Interim Size-Segment Cutoff의 50%가 되어야 한다.

주식이 Small Cap 지수에 추가되기 위해서, 유동시가총액은 최소한 Small Cap Size-Segment Cutoff의 50%가 되어야 한다.

중요한 시가총액 증가로 인해 Small Cap 구성종목이 Standard 지수로의 size-segment 이동이 고려된다면, 그 종목은 주식 유동시가총액이 아닌 전체 기업 시가총액 기준에서 Standard 지수 포함 자격을 통과해야 한다. 해당 전체 기업 시가총액이 Standard Interim Size-Segment Cutoff의 1.5배 미만이면 남아 있으면, MSCI는 그 기업을 Small Cap 지수에 유지하는 걸로 결정할 수 있다.

그러나, World Micro Cap 지수 구성종목은, 만약 Small Cap 또는 Standard 지수 구성종목과 World Micro Cap 구성종목 간의 혹은 World Micro Cap 구성종목에 의한 합병이나 인수가 아니라고 하면, 지수 리뷰 외의 이벤트 시점에서는 주요한 시가총액 증가로 인한 Small Cap 지수나 Standard 지수로의 size-segment 이동이 고려되지 않는다.

만약 World Micro Cap 지수 구성종목의 기업 이벤트로 인한 중요한 시가총액의 변화가 있는 경우에, 이벤트 후 전체시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff보다 크고, 유동시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 절반보다 크다면, MSCI는 World Micro Cap 지수에서 그 구성종목을 삭제한다. 하지만, MSCI는 이벤트 후 전체시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 1.5배 미만으로 유지되고, 유동시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 절반을 충족하지 못한다면, World Micro Cap 지수에 기업을 유지하는 것으로 결정할 수 있다.

만약 기업이 size-segment에 추가되거나 삭제되면, 이는 해당 size-segment의 segment 기업 수의 증가 혹은 감소를 가져온다.

이들 중요 이벤트에서, 사후 개체가 GIMI의 비구성종목에서 구성종목으로 이동한다면, 영향받는 주식의 스타일 특성과 산업 분류가 리뷰된다. 동일한 방식이, World Micro Cap이나 Small Cap 지수에서 상위 Size-Segment 지수로 이동하는 사후 개체에 대해서 적용된다. 사후 개체가 Standard 지수에서 Small Cap 지수로 이동하거나, 동일 Size-Segment 지수에 남으면(Large와 Mid Cap 지수는 동일 size 지수로 간주됨), 영향받는 주식의 스타일 특성과 산업 분류는 리뷰되지 않는다. 사후 개체가 Standard 나 Small Cap 지수에서 World Micro Cap 지수로 이동할 때는, World Micro Cap 구성종목은 스타일 특성이 없으므로 해당 주식의 스타일 특성이 삭제된다.

위에서 설명된 중요 시가총액 변화에 관한 가이드라인은 대부분의 기업 이벤트 케이스에 적용된다. 주식의 인수나 포기불가능 증자, 다른 기업 이벤트들의 조합 혹은 다른 예외 케이스와 같은 결과가 불확실한 특정 기업 이벤트에 대해서, MSCI는 가장 적절한 시행 방법을 결정하고 변화가 지수에 반영되기 전에 이를 공지한다.

3.2.3.3 EARLY INCLUSIONS OF NON-INDEX CONSTITUENTS (비구성종목의 조기 편입)

지수 구성종목에 영향을 주는 기업 이벤트가 있을 때, 이벤트에 포함된 비구성종목들은, length of trading과 liquidity 스크린과 최소 foreign room 요건을 제외한 Sub-section 2.2와 2.4에 있는 모든 지수 구성종목 적격성 규칙과 가이드라인을 충족한다고 하면, MSCI GIMI에 즉시 편입으로 고려된다. 이런 비구성종목은 지수 구성종목의 연속으로 취급되며 기존 구성종목에 해당되는 section 3.1.6.2에서 정의된 foreign room 기준점을 적용 받는다.

예를 들어, 비구성종목 기업이 구성종목 기업을 인수하면, 구성종목 기업 주식은 인수하는 기업의 주식으로 대체될 수 있다. 유사하게 구성종목 기업이 비구성종목 기업을 합병하면, 합병된 기업이 구성종목 기업을 대체할 수 있다. 추가로, 구성종목의 주식 클래스가 신규 혹은 지수에 현재 미포함된 다른 주식 클래스로 전환된다고 하면, 이 신규 주식 클래스는 기존 주식 클래스를 대체하면서 지수에 포함될 수 있다. 그러나 지수 구성종목이 비구성종목을 청약 가격으로 취득하는 권리를 분배하고 있는 경우, 특히 새 개체의 사후 정보가 완전하지 않고 공개적으로 이용 가능하지 않은 경우에, MSCI는 이벤트 발생 시점에 비구성종목을 포함하지 않는다.

이런 비구성종목들은, 이들이 구성종목의 연속으로 간주되므로, 영향받는 지수 구성종목과 동일한 size-segment와 Value와 Growth 지수에 일반적으로 포함된다. 그러나, 비구성종목과 각 구성종목의 이벤트 후 시가총액 간의 차이가 Sub-section: 3.2.3.2에 나온 대로 상당한 규모라고 하면, size-segment 리뷰가 비구성종목에 대해서 시행된다. 비구성종목이 영향받는 구성종목과 다른 Size-Segment 지수에 포함된다면, 스타일 리뷰가 진행된다. 그 후에 비구성종목은, 기업의 이벤트 후 전체시가총액을 Interim Market Size-Segment Cutoff와 비교하여 적절한 Size-Segment 지수에 포함되고, 해당 Size-Segment 지수 안의 주식의 스타일 속성에 기초하여 적절한 스타일 지수에 포함된다. 특히 기업의 이벤트 후 전체시가총액은 최소한 Interim Market Size-Segment Cutoff의 1배 이상이어야 하고, 주식 유동시가총액은 최소한 Interim Market Size-Segment Cutoff의 50% 이상이어야 한다.

기존 구성종목에서 분할된(spun-off) 주식 또한 이벤트 시점에 편입이 고려된다. 기존 GIMI 구성종목에서 모든 분할된 주식에 대해서, length of trading과 liquidity 스크린을 제외한 Sub-section 2.2의 모든 투자가능성 스크린을 통과한다고 하면, Size-segment 리뷰와 산업 분류 리뷰가 체계적으로 진행된다. 추가로, Standard 지수에 추가되는 주식의 유동시가총액은 최소한 Standard 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 50%가 되어야 한다. Small Cap 지수에 추가되는 주식에 대해서, 유동시가총액이 최소한 Small Cap Interim Size-Segment Cutoff의 50%가 되어야 한다. World Micro Cap에서 분할되는 주식은 이벤트 시점에 오직 World Micro Cap 지수 size-segment로의 포함만이 고려된다. 주식이 World Micro Cap 지수에 포함되기 위해서는, 유동시가총액이 최소한 Sub-section 4.1.2에 나온 기존 구성종목용 Micro Cap Minimum Size Requirement의 50%가 되어야 한다. 만약 분할된 주식이 분할하는 주식과 다른 Size-Segment 지수에 포함되고 그리고/또는 분할하는 주식이 이벤트 시점에서 다른 Size-Segment 지수로 이동한다고 하면, 스타일 리뷰가 분할된 주식에 대해서 시행된다. World Micro Cap 구성종목은 스타일 특성이 없기 때문에, World Micro Cap 지수에 포함이 고려되는 분할된 주식에 대해서는 스타일 리뷰가 시행되지 않는다. 그 후에 분할된 주식은, 기업의 이벤트 후 전체시가총액을 Interim Market Size-Segment Cutoff와 비교하여 적절한 Size-Segment 지수에 포함되고, 해당 Size-Segment 지수 안의 주식의 스타일 속성에 기초하여 적절한 스타일 지수에 포함된다.

3.2.3.4 EARLY DELETIONS OF EXISTING CONSTITUENTS (기존 구성종목의 조기 삭제)

파산 혹은 채권자 보호를 신청하거나 근시일 내에 정상 영업 활동과 거래로의 복귀가 힘든 기업의 주식은 실행 가능한 한 빨리 MSCI GIMI에서 제외된다. 거래소의 상장 폐지 공지와 함께 거래소의 상장 요건에 실패한 기업도 동일하게 취급된다. 주된 거래소의 주가가 유효하지 않을 때에는, 주가가 사용 가능하고 연관성이 있다고 여겨지는 OTC나 동등 시장 가격으로 삭제된다. OTC나 동등 가격이 유효하지 않으면, 기업은 주식 가격 환율에서 가장 낮은 시스템 가격(0.00001)으로 삭제된다.

주식은, 유동비율과 FOL의 감소, 지속된 거래정지, 또는 구성종목 기업이 비구성종목 기업을 인수하거나 합병할 때나 다른 기업을 분할할 때 등의 다른 케이스에서도 조기 삭제가 고려될 수 있다.

실제로, 구성종목 기업이 기업 전체시가총액의 33% 이상이 줄어드는 기업 이벤트에 포함되면, 구성종목 기업의 주식은 이벤트와 동시에 지수에서 조기 삭제가 고려된다. 주식은 또한 주식의 Foreign Inclusion Factor(FIF)가 0.15 미만으로 줄거나 줄 것이 예상되는 기업 이벤트 케이스에서 조기 삭제가 고려된다.

추가로, FIF가 이미 0.15 아래인 Standard 지수의 기존 구성종목은, 이벤트로 FIF가 더 줄어든다면 이벤트와 함께 조기 삭제가 고려될 수 있다.

조기 삭제가 고려되는 주식에 대해서, 만약 주식이 다음의 시나리오 중 하나에 들어가는 이벤트일 때, 그 주식은 지수에서 삭제된다:

- 주식이 Sub-section 2.2와 4.1에 나온 투자가능성 스크린을 통과하지 못하는 경우 (만약, Sub-section 2.2에 나온 스크린은 통과 못하지만, Sub-section 4.1에 나온 스크린은 통과한다면, 주식은 World Micro Cap 지수에 할당된다.)
- 주식이 Standard 지수의 구성종목이고, 이벤트 후의 기업 전체시가총액으로 판단하면 Standard 지수에 남아야 하나, 유동시가총액이 Standard 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 절반의 2/3를 충족하지 못하는 경우
- 주식이 Standard 지수의 구성종목이고, 이벤트 후의 기업 전체시가총액으로 판단하면 Small Cap 지수로 이동해야 하나, 유동시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 절반을 충족하지 못하는 경우
- 주식이 Small Cap 지수 구성종목이고, 이벤트 후에 유동시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 절반의 2/3를 충족하지 못하는 경우
- 주식이 Small Cap 지수 구성종목이고, 이벤트 후의 기업 전체시가총액으로 판단하면 Standard 지수로 이동해야 하나, 유동시가총액이 Standard 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 절반을 충족하지 못하고, 또한 이벤트 후의 기업 전체시가총액이 Standard Interim Size-Segment Cutoff의 최소 1.5배 이상인 경우
- 주식이 World Micro Cap 구성종목이고 이벤트 후의 기업 전체시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 최소 1배고, 유동시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 최소 0.5배인 경우
- 주식이 World Micro Cap 구성종목이고, 이벤트 후의 기업 전체시가총액이 Small Cap 지수 Interim Size-Segment Cutoff의 최소 1.5배인 경우

구성종목의 주식 클래스가 다른 클래스로 바뀌는 전환은 또한 지수에서 하나 이상의 주식 클래스의 삭제를 야기할 수 있다.

거래정지된 주식에 대해서, 거래정지 직전의 시장 가격이 거래정지 기간 동안 계속 유지된다.

3.2.4 Corporate Events Affecting Non-Index Constituents (비구성종목에 영향을 주는 기업 이벤트)

3.2.4.1 IPOs AND OTHER EARLY INCLUSIONS (IPO와 그 외 조기 편입)

많은 경우, 외국 투자자에게 유효한 신규 상장 주식들은, MSCI의 GIMI 방법론 규칙과 가이드라인에 따라서, 지수 리뷰의 시점에서 MSCI GIMI에의 편입이 고려된다. 그러나, 규모가 상당하고 모든 MSCI 편입 기준을 만족하는 IPO에 대해서는, 지수 리뷰 외 시점에서 Standard 지수로 편입되는 조기 편입이 고려될 수 있다. IPO를 조기 편입하는 결정이 내려지면, 편입은 그 주식의 10번째 거래일의 장마감 후에 발효된다. 그러나, 특정 경우에는 회전을 줄이기 위해서 편입에 대한 다른 날짜가 선택될 수 있는데, 예를 들어, 일반 편입 일자가 Sub-section 3.1.6.1에 기술된 것처럼 다음 지수 리뷰의 발효일과 가까울 때가 그렇다.

(예외사항 수록: For companies ~ trading, 3줄)

IPO주와 다른 신규 적격 주식이 Standard 지수로의 조기 편입 자격을 얻기 위해서, 주식은 length of trading과 liquidity 스크린을 제외한 Sub-section 2.2에 나온 지수 구성종목 적격성 규칙과 가이드라인을 충족해야 하고, Sub-section 2.3.6.1에 나온 size-segment 투자가능성 요건을 충족해야 하고, 첫째 혹은 둘째 거래일 기준으로 기업 전체시가총액이 최소한 Interim Market Size-Segment Cutoff의 1.8배여야 하고 유동시가총액이 최소한 Interim Market Size-Segment Cutoff의 절반의 1.8배여야 한다.

MSCI의 첫째 혹은 둘째 거래일의 공지 이전에 실행이 공지된 과잉 할당(over-allotment, green shoe라고 불림)은 IPO의 시가총액 계산에 포함된다.

인수 및 합병의 결과로 대형 신규 기업이 나타나는 경우나 기존 상장 주식의 대형 primary 혹은 secondary 기업공개 등을 포함한 다른 중대한 케이스인 경우에 공개 규모가 Interim Market Size-Segment Cutoff의 절반의 1.8배라고 하는 IPO주 기준점을 넘는다고 하면, 주식은 조기 편입이 고려될 수 있다. 대형 기업공개(primary나 secondary)의 경우에서, 공개의 규모는 기관투자자에 적용되는 발행 가격에 공개하는 주식 수를 곱해서 계산된다. 이런 경우는 중대 규모의 IPO주와 동일한 방법으로 처리된다. MSCI의 결정은, 만약 있다면 청약 기간 마감 후 2영업일 이내에 공개적으로 유효한, 공개와 과잉 할당(일부 혹은 전체 실행)의 결과에 대한 정보를 기초로 이루어진다. 만약 결정이 주식의 조기 편입으로 결정한다면, MSCI는 10영업일의 공지 기간을 주고 주식을 편입하게 된다.

그러나, 다른 이유로, 예를 들어 법적 형태의 단순 변화, 주식 클래스의 전환, 신규 거래소로의 2차 상장 등의 이유로 적격이 된 주식이고, 위에서 언급한 조건을 충족하는 주식 공개나 기업 이벤트가 없는 주식이면, 조기 편입이 고려되지 않는다. 유사하게, 비구성종목에서 분할된 주식이나, 공모 없이 최초 상장되는 주식은 조기 편입이 고려되지 않는다. 이런 케이스는, 지수 리뷰 시점에서 MSCI의 GIMI 방법론 규칙과 가이드라인에 의해서 MSCI GIMI의 편입이 고려된다.

3.2.5 Corporate Events Affecting the Index Review (지수 리뷰에 영향을 주는 기업 이벤트)

완료일이 Index Review Price Cutoff Date(Sub-section 3.1.9에서 정의된)이나 그 전에 유효한 기업 이벤트에 의한 주식 수(NOS)와 Foreign Inclusion Factor(FIF)의 변화는, 지수 리뷰(Sub-section 3.1에서 기술된)의 일부로써 지수 유지 활동이 진행될 때 같이 고려된다.

현재는 비구성종목인 잠정(pro forma) 지수 구성종목의 경우, 지수 리뷰 Price Cutoff Date(sub-section 3.1.9에서 정의된) 이후에 완료일이 유효한 기업 이벤트에 의한 NOS와 FIF의 변화는, 관련한 잠정(pro-forma) size segment에 해당하는 방법론에 따라서 시행된다.

지수에서의 추가/삭제 혹은 이벤트 전 기업의 전체시가총액 기준의 중대한 시가총액 변화(50% 이상의 증가, 33% 이상의 감소)를 일으키는 기업 이벤트이거나 주식의 유동비율의 중대한 변화를 일으키거나 외국인 보유 한도(FOL) 및 Foreign room의 감소를 일으키는 기업 이벤트는, 이전/추가/삭제와 같은 지수 리뷰 시점에 공지된 지수 변화에 영향을 줄 수 있다. 그런 상황이고, 기업 이벤트의 완료일이 Index Review Price Cutoff Date와 지수 리뷰 발효일의 한 달 뒤 시점의 사이면, MSCI는 잠재적인 reverse turnover를 피하기 위해, 기업 이벤트의 영향을 고려하여 지수 리뷰 결과와 공지를 수정할 수 있다. MSCI는 지수 리뷰 발효일의 5영업일 전까지 지수 리뷰 변화를 수정할 수 있다.

이들 수정사항을 의사소통하기 위해서, 수정 공지는 지수 리뷰 공지 혹은 이벤트의 공시일에 따른 기업 이벤트 공지와 함께 고객에게 전달된다.

MSCI는 더 적절하다면, 특정 케이스를 다르게 관리할 수 있는 권리를 가지고 있다.

3.3 Announcement Policy (공지 정책)

지수 리뷰의 결과는 일반적으로 2월, 5월, 8월, 11월의 마지막 영업일의 장마감 시점이 유효하게 시행되는 날이며, 그보다 최소한 2주 전에 공지된다.

3.3.1 Ongoing Event-Related Changes (상시 이벤트 관련 변화)

3.3.1.1 CLIENT ANNOUNCEMENTS (고객 공지)

기업 이벤트에 의한 모든 변화는 MSCI GIMI에서 시행되기 전에 고객에게 공지된다.

발효일을 아직 모르거나 이벤트의 양상이 불확실한 때에는, 그 변화가 지수에 반영되기 최소한 10영업일 전에 “예상” 공지 혹은 “미정” 공지의 형태로 공지된다. 이벤트에 관한 모든 필요한 공공 정보가 유효하면, MSCI는 이벤트가 지수에서 발효되기 최소한 2영업일 전에 “확정” 공지를 발송한다. “확정” 공지가 수정이 필요한 경우에는, MSCI는 정해진 변화에 대해 세부 내용을 담은 설명 텍스트 공지로 “수정” 공지를 발송한다. 만약 기업 인수의 영향 규모가 구성종목의 국가 지수 Large Cap Cutoff의 1배 이상이라고 하면, MSCI는 인수 기업의 공지 다음에 5영업일 이내에 “확인(Acknowledged)” 공지 또한 발송한다.

특정 이벤트에서, 특히 공개 사용가능 정보의 불충분 혹은 부족이나 늦은 기업 공시에 의해서는 MSCI가 오직 “확정” 공지만 발송한다. MSCI World Micro Cap 지수와 MSCI Frontier Market Small Cap 지수에서는, 이벤트에 관한 모든 필요한 공공 정보가 유효하면, MSCI는 이벤트가 지수에서 발표되기 최소한 2영업일 전에 오직 “확정” 공지를 발송한다.

모든 신규와 보류된 변화의 전체 리스트는, Advance Corporate Events(ACE) 파일을 통해서 US Eastern Time (EST) 오후 5:30과 6:00 사이에 일별로 고객에게 전송된다.

예외적인 경우에, 이벤트는 당일이나 익일의 시행에 대해서 시장 운영 시간 동안 공지된다. 시장 운영 시간 중의 MSCI에 의한 공지는 보통, 기업 이벤트에 대한 기업의 늦은 공개 혹은 이전 공지된 기업 이벤트에 대한 예상 밖의 변화와 연관되어 있다. 기술적인 텍스트 공지가 당일이나 익일에 발효되는 모든 기업 이벤트들에 대해서 발송된다.

MSCI는 또한 액면 분할, 액면 병합, 주식 배당 등의 시장 중립 이벤트를 제외하고, 다음 48시간 내에서 발효되는 기업 이벤트들에 대해서 텍스트 공지를 발송한다.

파산과 같은 이벤트에 의한 구성종목의 조기 제외는 MSCI 지수로의 시행 이전에 실행 가능한 한 빨리 공지된다.

MSCI Global Standard 지수 구성종목의 경우, 아래의 기준을 만족하는 중대 이벤트인 경우에는 더 기술적인 텍스트 공지가 고객에게 발송된다:

- 구성종목의 추가 혹은 삭제
- 5십억 달러 이상의 유동시가총액의 변화 혹은 구성종목 소속 국가 지수에서의 최소 1% 이상의 영향

MSCI World Micro Cap 지수 구성종목과 Frontier Market Small Cap 지수 구성종목에 대해서는, 기술적인 텍스트 공지가 발송되지 않는다.

그러나, 가능하다면, 본질적으로 복잡하며 그에 대한 추가적인 설명이 Standard, Small Cap, Micro Cap 지수에 유용할 수 있는 이벤트의 경우에, MSCI는 이벤트에 대한 기술적인 텍스트 공지를 할 수 있다.

3.3.1.2 PUBLIC ANNOUNCEMENTS (공개 공지)

기업 이벤트로 인한 MSCI GIMI 구성종목의 모든 추가와 삭제는, 시행 이전에 공개적으로 공지된다.

구성종목의 FIF 그리고/또는 주식 수의 변화 같은, MSCI GIMI 구성종목에 영향을 주는 기업 이벤트의 다른 변화들은, 공개적으로 공지되지 않고 고객에게만 공지된다.

만약 가능하다면, MSCI는 MSCI GIMI에 대한 주식의 비적격성 등과 같은 특수한 사례의 기업 이벤트에 대해서 공개 공지할 권리를 가지고 있다.

이벤트가 지수에서 발효되기 최소 2영업일 전까지, 변화는 공지되어야 한다. 공개 공지는 고객들에게 이뤄진 “확정” 공지의 요약본이다. “확정” 고객 공지가 이뤄지기 직전에 공개 공지가 이뤄진다.

MSCI는 웹사이트 www.msci.com과 블룸버그 페이지 MSCN에 공지를 게시한다. 추가로, MSCI Global Standard 지수 구성종목과 MSCI Domestic Standard 지수 구성종목에 대해서, 공지가 로이터 공개 페이지 MSCIA에 게시된다.

3.3.2 IPOs and Other Early Inclusions (IPO와 그 외 조기 편입)

MSCI Standard 지수 시리즈에서 대형 IPO주의 조기 편입은, 기업이 1차 상장된 시장에서의 첫 거래일 이전이 아니면서 세 번째 거래일 시작 시간 이후가 아닌 시점에 공지된다.

* 즉, 첫 거래일 혹은 두 번째 거래일 장마감 후에 공지된다는 뜻임

신규 주식 그리고/혹은 기존 주식의 대규모 secondary 공개에 의한 기존 상장 주식의 조기 편입은, 공개 기간의 종료 직후보다 이전에는 공지되지 않는다.

미래에 상장 예정인 주식의 잠재적인 편입에 대해서 코멘트하지 않는 것이 MSCI의 정책인데, 여기에는 Global Industry Classification Standard (GICS) 하의 산업 분류, 국가 분류, MSCI 지수로의 잠재 편입 등이 포함된다. 동일한 방식이 보류된 대형 이벤트를 가진 기상장된 지수 비구성종목에도 적용된다.

3.3.3 Global Industry Classification Standard (GICS) (글로벌 산업 분류 기준, GICS)

이벤트와 연계되지 않은 Sub-Industry 레벨의 산업 분류의 변화는, 매월의 미국 기준 마지막 영업일 장마감 후에 MSCI 지수에서 시행되며, 반영의 최소 2주 전에 공지된다. MSCI는 한 달에 2번 GICS 변화를 공지하며, 첫째 공지는 해당월의 미국 기준 첫 영업일에 이뤄지며, 둘째 공지는 월의 미국 기준 마지막 영업일의 최소 10영업일 전에 이뤄진다. 해당 월에 공지된 모든 GICS 변화는 해당 월 미국 기준 마지막 영업일의 장마감 후에 MSCI 지수에서 시행된다.

4 MSCI All Cap Indexes (MSCI All Cap 지수)

이 섹션은 앞의 Section 2 ‘Constructing the MSCI Global Investable Market Indexes’ 및 Section 3 ‘Maintaining the MSCI Global Investable Market Indexes’와 함께 읽어야 한다.

MSCI All Cap 지수의 계산은 현재 선진 시장으로 제한되어 있다.

4.1 Constructing the MSCI All Cap Indexes (MSCI All Cap 지수의 구성)

MSCI All Cap 지수는 MSCI GIMI의 모든 구성종목과 MSCI Micro Cap 지수에 할당된 주식을 포함한다. MSCI GIMI의 구성은 이전 섹션에 자세히 설명되어 있다.

MSCI All Cap 지수의 구성은 다음 단계로 이루어진다:

- 이전 섹션에서 설명한 대로 GIMI 구성하기.
- 아래에 설명된 대로 각 시장에 대한 Micro Cap 지수 구성하기.
- GIMI에 Micro Cap 지수를 합치기.

Micro Cap Size-Segment는 GIMI에 포함되지 않고 다음 요건을 충족하는 모든 주식을 포함하여 구성된다:

- Micro Cap Maximum Size Requirement.
- Micro Cap Minimum Size Requirement.
- Micro Cap Minimum Liquidity Requirement.
- Global Minimum Foreign Inclusion Factor Requirement.
- Minimum Length of Trading Requirement.
- Financial Reporting Requirement.

각 스크린은 아래에 자세히 설명되어 있다.

* 순서대로 4.1.1~4.1.6 내용에 해당

4.1.1 Micro Cap Maximum Size Requirement (Micro Cap 최대 크기 요건)

이 스크린은 기업 레벨에서 적용된다.

전체 기업 시가총액이 Small Cap 진입 버퍼(Sub-section 3.1.5.1에 정의된 대로)를 초과하는 기업은 Micro Cap Size-Segment에 할당되지 않을 수 있다.

4.1.2 Micro Cap Minimum Size Requirement (Micro Cap 최소 사이즈 요건)

이 스크린은 기업 레벨에서 적용된다.

Micro Cap Size-Segment에 배정되려면 기업은 필수 최소 전체 시가총액과 전체 주식 시가총액을 가져야 한다. 이 최소 전체 시가총액을 Micro Cap 최소 사이즈 요건이라고 하며, 전체 기업 시가총액(발행자 수준)과 전체 주식 시가총액에 모두 적용된다. 이 요건은 모든 선진 시장에 있는 기업에 적용된다.

Micro Cap 최소 사이즈 요건은 Sub-section 2.2.3에 설명된 것과 동일한 프로세스를 사용하여 선진 시장 Equity Universe의 누적 유동시가총액 커버리지 99.8%(Sub-section 2.1에 정의됨)를 목표로 도출된다.

4.1.3 Micro Cap Minimum Liquidity Requirement (Micro Cap 최소 유동성 요건)

Micro Cap Size-Segment에 편입되려면, 주식이 12개월 ATVR이 5% 이상이고 12개월 Frequency of Trading이 50% 이상이어야 한다.

4.1.4 Global Minimum Foreign Inclusion Factor Requirement (글로벌 최소 FIF 요건)

이 스크린은 개별 주식 레벨에서 적용된다.

Micro Cap Size-Segment에 포함되려면 주식의 Foreign Inclusion Factor(FIF)가 0.15 이상이어야 한다.

FIF가 0.15 이상인 주식은 유동시가총액이 Sub-section 4.2.1.2에 정의된 기준 구성종목에 대한 Micro Cap 최소 사이즈 요건 임계값보다 작은 경우에도 제외된다.

4.1.5 Minimum Length of Trading Requirement (최소 거래 기간 요건)

이 스크린은 개별 주식 레벨에서 적용된다.

IPO 건이 Micro Cap Size-Segment에 포함되려면 신규 발행 주식이 지수 리뷰 시행일 최소 3개월 전에 거래를 시작했어야 한다.

4.1.6 Financial Reporting Requirement (재무 보고 요건)

이 스크린은 기업 레벨에서 적용된다.

Appendix III: Country Classification of Securities에 따라 미국으로 분류된 기업은 10-K/10-Q 양식을 제출해야 Micro Cap Size-Segment에 편입될 자격이 주어진다.

4.2 Maintaining the MSCI All Cap Indexes (MSCI All Cap 지수 유지 관리)

Large, Mid, Small Cap Size-Segment와 마찬가지로 Micro Cap Size-Segment 지수 유지 관리에는 다음이 포함된다:

- 다음을 포함하는 2월, 5월, 8월, 11월의 분기 지수 리뷰:
 - 완전히 새로워진 Equity Universe를 기준으로 지수 업데이트하기.
 - Size segment 간 주식 이동을 위해 버퍼 규칙(Sub-section 3.1.5.1에 정의된 대로)을 고려하기.
 - Foreign Inclusion Factor(FIF)과 주식 수(NOS, Number of Shares)의 업데이트하기.
- 상시 이벤트 관련 변화. 이러한 유형의 변경은 발생하는 대로 지수에서 시행된다. 이벤트 관련 변경에 대한 자세한 내용은 Corporate Events Methodology 책에서 확인할 수 있다.

4.2.1 Quarterly Index Reviews (분기 지수 리뷰)

Section 3에 설명된 대로 각 지수 리뷰 기간 동안 Equity Universe가 업데이트되고 GIMI의 모든 size segment가 리뷰 된다. Micro Cap Size-Segment에 대한 지수 리뷰의 일환으로 다음과 같은 지수 유지 관리가 수행된다:

- Micro Cap 최소 사이즈 요건 업데이트.
- 규모 및 유동성 버퍼 구간을 고려하여 Micro Cap Size-Segment에 기업 할당.

4.2.1.1 UPDATING THE MICRO CAP MINIMUM SIZE REQUIREMENT (Micro Cap 최소 Size 요건 업데이트)

Micro Cap 최소 사이즈 요건은 각 지수 리뷰 시 다음과 같은 방식으로 업데이트된다:

이전 리밸런싱에서 Micro Cap 최소 사이즈 요건을 정의하는 데 사용된 기업 순위의 누적 유동시가총액 커버리지가 계산된다.

해당 순위에서 업데이트된 선진 시장 Equity Universe의 커버리지가 하락하는 경우:

- 99.7%에서 99.8% 사이인 경우 Micro Cap 최소 사이즈 요건은 해당 순위에 있는 기업의 현재 전체 시가총액으로 설정된다.
- 99.7% 미만인 경우, Micro Cap 최소 사이즈 요건은 99.7% 커버리지에 있는 기업의 전체 시가총액으로 재설정되며 다음 리밸런싱에서 해당 기업의 순위가 표시된다.
- 99.8%를 초과하면 Micro Cap 최소 사이즈 요건과 순위는 99.8% 커버리지에 있는 기업의 전체 시가총액을 기준으로 재설정되며 다음 리밸런싱에서 해당 기업의 순위가 표시된다.

4.2.1.2 ASSIGNING COMPANIES TO THE MICRO CAP SIZE-SEGMENT (Micro Cap Size-Segment에 기업 배정)

Sub-section 4.1.1 ~ 4.1.5에 설명된 요건을 충족하지만 Investable Market Size-Segment에 속하지 않는 모든 기업은 Micro Cap Size-Segment에 할당된다.

Micro Cap Size-Segment의 기존 구성종목은 다음 조건에 따라 해당 세그먼트에 남아있을 수 있다:

- 기업 전체 시가총액이 Small Cap 진입 버퍼를 초과하지 않는다.
- 기업 전체 시가총액과 주식 전체 시가총액이 미화 10백만 달러 또는 99.95% 커버리지 기업의 전체 시가총액 중 낮은 금액 이상이다(기존 구성종목의 Micro Cap 최소 사이즈 요건).
- FIF가 0.15 이상으로 유지된다.
- 12개월 Frequency of Trading이 10% 이상이다.

4.2.2 Ongoing Event-Related Changes (상시 이벤트 관련 변화)

지수의 상시 이벤트 관련 변화는 합병, 인수, 분사, 파산, 조직 개편 및 기타 유사한 기업 이벤트의 결과이다. 또한 신주 발행, 보너스 발행, 공모 및 기타 유사한 기업 활동의 형태로 자본 재편이 지속적으로 발생하여 지수가 변동될 수도 있다. 이러한 변경 사항은 이벤트 발생 시점에 지수에 반영된다.

Micro Cap Size-Segment의 지속적인 유지 관리는 Sub-section 3.2에 설명된 프로세스를 따른다.

5 MSCI Frontier Markets Indexes (MSCI 프론티어 지수)

5.1 Frontier Markets Definition (프론티어 시장의 정의)

MSCI는 MSCI 신흥시장 지수에 포함되지 않은 모든 주식 시장에 대해 다음을 고려하는 것으로부터 시작한다:

- 외국인 투자자에 대한 상대적 개방성과 접근성을 보여줌.
- 일반적으로 선진 시장의 일부로 간주되지 않는 시장임⁴.
- 극심한 경제(예: 초인플레이션) 또는 정치적 불안정(예: 내전)을 겪고 있는 국가에 속하지 않음.

5.1.1 Updating MSCI Frontier Markets Index Coverage (MSCI 프론티어 시장 지수 커버리지 업데이트)

MSCI는 MSCI 프론티어 시장 지수에 적합한 잠재적인 신규 시장들 또는 더 이상 적합하지 않은 현재 시장들을 정기적으로 모니터링한다. 5월 지수 리뷰 기간 동안 잠재적인 추가 및 삭제가 고려될 것이다.

독립 시장(Standalone Market) Standard 지수는 해당 시장의 독립 시장 Standard 지수 생성 이후의 5월 지수 리뷰 일환으로 빠르면 5월에 MSCI 프론티어 시장 지수에 추가될 수 있다. MSCI 프론티어 시장 지수에 편입되기 위한 최소 요건을 충족하는 시장은 정기적인 MSCI 시장 분류 리뷰의 일환으로 잠재적 재분류의 시장 목록에 추가될 수 있다. MSCI는 다가오는 5월 지수 리뷰 최소 6개월 전에 프론티어 시장에 포함될 시장을 발표할 예정이다.

시장 분류 프레임워크에 대한 자세한 내용은 Appendix II: Market Classification Framework에 나와 있다.

5.2 Methodology Used to Construct and Maintain the MSCI Frontier Markets Indexes (MSCI 프론티어 시장 지수의 구성 및 유지에 사용되는 방법론)

본 섹션은 앞의 Section 2 ‘Constructing the MSCI Global Investable Market Indexes’ 및 Section 3 ‘Maintaining the MSCI Global Investable Market Indexes’와 함께 읽어야 한다.

MSCI 프론티어 시장 지수를 구성하는 데 사용되는 방법론은 선진 및 신흥 시장 지수 구성과 유사하지만 동일하지는 않다. 가장 큰 차이점 중 하나는 Equity Universe Minimum Size Requirement과 Global Minimum Size Reference를 포함한 사이즈 요건 계산에 있다. 또한, 최소 유동성 요건은 매우 낮음, 낮음, 평균의 세 가지 수준으로 나뉘며, 이는 프론티어 시장의 다양한 유동성 수준을 수용하기 위한 것이다. 각 분류에 해당하는 국가는 Appendix X에 나와 있다.

보다 구체적으로, 프론티어 시장 국가와 MSCI ACWI 지수를 구성하는 국가에 대한 지수 구성의 방법론적 차이점은 다음과 같다:

- Equity Universe Minimum Size Requirement 계산
- Global Minimum Size Reference 계산
- 프론티어 시장들을 매우 낮음, 낮음 또는 평균의 유동성 시장으로 분류한 결과의 유동성 요건
- 지수 연속성 규칙
- 기업 이벤트의 시행

⁴ 예: 룩셈부르크 또는 키프로스. 이 국가들은 선진 시장의 일부이다. 이들 시장은 사이즈가 크지 않기 때문에 MSCI World 지수에 포함되지 않는다.

또한 MSCI 걸프협력회의(GCC) 국가 지수를 제외한 프론티어 시장에서는 Standard 지수의 대형주 및 중형주로의 사이즈 세분화가 제공되지 않다.

방법론적 차이에 대한 자세한 내용은 아래에 설명되어 있다.

5.2.1 Equity Universe Minimum Size Requirement (주식 유니버스의 최소 사이즈 요건)

프론티어 시장용 Equity Universe의 최소 사이즈 요건은 Sub-section 2.2.3: Equity Universe Minimum Size Requirement 및 Sub-section 3.1.2.2: Updating the Equity Universe Minimum Size Requirement에 설명된 것과 동일한 단계를 사용하여 도출되지만, FM Equity Universe를 기반으로 한다.

5.2.2 Global Minimum Size Reference (글로벌 최소 사이즈 기준점)

프론티어 시장에 대한 Global Minimum Size Reference는 2.3.2.1 Defining the Global Minimum Size Reference 및 3.1.3 Recalculating the Global Minimum Size References and Global Minimum Size Ranges에 설명된 단계를 사용하여 파생되지만, FM Investable Equity Universe를 기반으로 한다.

가장 최근 지수 리뷰를 기반으로 한 Large Cap, Standard 및 Investable Market segment에 대한 Global Minimum Size Reference는 Sub-section 2.3.2.1: Defining the Global Minimum Size Reference에서 확인할 수 있다.

5.2.3 FM Minimum Liquidity Requirement (FM 최소 유동성 요건)

5.2.3.1 CATEGORIZATION OF FRONTIER MARKETS INTO VERY LOW, LOW OR AVERAGE LIQUIDITY MARKETS (프론티어 시장을 매우 낮음, 낮음 또는 평균 유동성 시장으로 분류)

프론티어 시장 간의 유동성 패턴의 차이를 설명하기 위해 각 프론티어 시장은 매우 낮음, 낮음 또는 평균 유동성 시장으로 분류된다. 해당 최소 유동성 요건 수준은 각각 2.5%, 5% 또는 15%의 12개월 ATVR로 설정된다. 또한 모든 유동성 범주의 프론티어 시장에서 주식을 Investable Market Equity Universe에 포함시키려면 12개월 Frequency of Trading의 최소 50% 수준이 필요하다. 이 규칙을 프론티어 시장 최소 유동성 요건이라고 한다.

각 국가의 분류는 지수 리뷰 과정에서 리뷰된다.

각 프론티어 시장에 대해 MSCI는 다음의 요소를 고려한다:

- 유동성 요건 미충족으로 인해 지수에서 삭제된 해당 국가의 IMI 비중(구성종목 수 및 비중 기준)
- 유동성 요건을 충족하지 못해 IMI에 포함되지 않은 해당 국가의 Equity Universe의 비율(구성종목 수 및 비중) 및 다른 프론티어 시장과의 비교
- 해당 국가의 Equity Universe의 평균 유동성 수준 및 다른 프론티어 시장과의 비교
- 해당 국가의 과거 유동성 수준 추이 및 다른 프론티어 시장과의 비교
- 다른 프론티어 시장과 비교한 국가 IMI 지수의 구성종목 수 및 사이즈

5.2.3.2 MINIMUM LIQUIDITY REQUIREMENT FOR EXISTING CONSTITUENTS

(기존 구성종목에 대한 최소 유동성 요건)

지수 리뷰 기간 동안 평균 및 낮은 유동성 시장의 기존 구성종목은 12개월 ATVR이 평균 유동성 시장의 경우 최소 수준 요건인 15%의, 낮은 유동성 시장의 경우 5%의 2/3 이상을 유지하는 경우 Market Investable Universe에 계속 편입될 수 있다. 매우 낮은 유동성 시장에 있는 기존 IMI 구성종목은 12개월 ATVR이 1% 이상일 경우 Market Investable Universe에 계속 편입될 수 있다. 또한 Investable Market Index(IMI)에 계속 편입되기 위해서는 MSCI 프론티어 시장 IMI 구성종목의 12개월 Frequency of Trading이 10% 이상이어야 하며, 이는 모든 유동성 범주에 적용된다.

기존 구성종목에 사용된 상장지 더 이상 위의 유동성 요건을 충족하지 않는 경우, 해당 유동성 요건을 충족하는 다른 적격 상장지 Market Investable Equity Universe의 주식으로 표시되기 위해 사용된다. 주식에 두 개 이상의 다른 적격 상장지 있는 경우, 다음 우선순위 규칙에 따라 Market Investable Equity Universe에서 해당 주식으로 표시되는 데 사용할 상장지 종목을 결정한다:

- 국내 상장⁵
- 동일한 지역의 해외 상장⁶
- 다른 지역의 해외 상장⁷

기존 구성종목이 해외 상장소에서 국내 상장으로 상장 변경하는 경우, 해외 상장소가 여전히 유동성 요건을 충족하더라도 국내 상장소의 12개월 ATVR이 평균 유동성 시장의 경우 30% 이상, 낮은 유동성 시장과 매우 낮은 유동성 시장의 경우 각각 15% 이상인 경우 적용될 것이다. 또한 현지 상장지의 12개월 Frequency of Trading이 50% 이상이어야 한다.

프론티어 시장의 기존 Standard 지수 구성 종목이 유동성 요건을 충족하지 못하지만 유동시가총액이 프론티어 시장의 Global Minimum Size Reference의 0.5배 이상이고 그 비중이 다음 중 하나에 해당하는 경우:

- 해당 국가 지수에서 10% 이상 또는
- 프론티어 시장 종합 지수에서 1% 이상,

그러면 해당 구성종목은 지수에 그대로 유지된다. 그러나 MSCI는 해당 주식의 가중치에 0.5의 유동성 조정 계수를 적용하고, 이후 지수 리뷰에서 해당 주식을 지수에서 삭제한다:

- 유동성 조정 계수를 적용한 후 계산된 기존 구성종목의 유동성 요건의 절반 이상을 충족하지 못하는 경우 해당 주식을 지수에서 삭제한다.
- 세 번의 연속 지수 리뷰에서 유동성 조정 계수를 적용하기 전에 계산된 새로운 구성 요소에 대한 모든 유동성 요건을 충족하는 경우 해당 주식을 GIMI에서 유지하고 유동성 조정 계수를 제거한다.
- 위의 조건 중 어느 하나도 충족되지 않는 경우 유동성 조정 계수 0.5로 GIMI에서 주식을 계속 유지한다.

⁵ 주식이 2개 이상의 현지 상장지 있는 경우 3개월 ATVR이 가장 높은 상장지 사용된다.

⁶ MSCI는 시장을 세 가지 주요 지역으로 분류한다: 유럽/중동/아프리카, 아시아/태평양, 미주. 주식이 동일한 지역에 두 개 이상의 해외 상장지 있는 경우 3개월 ATVR이 가장 높은 상장지 사용된다.

⁷ 주식이 서로 다른 지역에 두 개 이상의 해외 상장지 있는 경우 3개월 ATVR이 가장 높은 상장지 사용된다.

5.2.4 Index Continuity Rules (지수 연속성 규칙)

지수 구성 방법론 적용 후 Standard 지수에 어떤 주식도 포함되지 않는 경우, Market Investable Equity Universe에 포함된 주식 중 유동시가총액 기준 가장 큰 주식이 Standard 지수에 추가된다.

후속 지수 리뷰에서 지수 유지 방법론 적용 후 Standard 지수에 주식이 포함되지 않은 경우 다음 프로세스가 적용된다:

- 업데이트된 Market Investable Equity Universe에 포함된 주식이 식별된다,
- 이러한 주식은 유동시가총액을 내림차순으로 순위를 매기지만, 지수 안정성을 높이기 위해 지수 리뷰 전에 Standard 지수에 포함된 주식의 유동시가총액에 1.5의 계수를 곱하여 순위를 매깁니다,
- 위 단계에서 결정된 순위 순서에서 첫 번째 주식이 Standard 지수에 추가된다.

지수 연속성 규칙은 Standard 시장 지수에만 적용된다는 점에 유의하시기 바란다. 대형, 중형 또는 소형 시장 지수 또는 GICS 세분화 기반 지수와 같은 기타 지수는 MSCI GIMI 방법론에 따라 구성종목이 남지 않을 경우 지수가 중단될 수 있다. 마찬가지로, 시간이 지남에 따라 일부 기업이 편입 자격을 갖 추게 되는 경우 MSCI는 해당 지수의 산출을 재개할 수 있다.

5.2.5 Implementation of Corporate Events (기업 이벤트의 시행)

프론티어 시장 지수의 지속적인 유지 관리는 Sub-section 3.2에서 설명한 선진 및 신흥 시장과 동일한 절차를 따른다.

일반적인 정책으로, 기업 이벤트로 인한 변경은 이벤트와 동시에 발생하며, 이벤트와 관련된 모든 필요한 공개 정보가 제공되는 경우 MSCI 주식 지수에 시행된다. 그러나, 특히 공개적으로 이용 가능한 정보의 불충분 또는 부족으로 인해 발효일 또는 그 부근에 시행될 수 없었고 Price Adjustment Factor(PAF)가 필요하지 않은 프론티어 시장 국가의 기업 이벤트로 인한 변경은 다음 정기 지수 리뷰에서 시행된다. 이러한 기업 이벤트의 예로는 주식 배정 및 공모 등이 있다.

6 MSCI Standalone Market Indexes (MSCI 독립 시장 지수)

MSCI 독립 시장 지수는 크게 두 가지 그룹으로 분류된다: 신규 적격 시장과 기존 선진, 신흥 또는 프론티어 시장 카테고리 분류되었던 시장이 독립 지위로 재분류된 시장이다. 신규 적격 시장은 이전에는 MSCI에 포함되지 않았던 신규 시장 또는 특정 투자자 그룹에 폐쇄되었던 시장일 수 있다.

6.1 Creation of Standalone Market Indexes for Newly Eligible Markets

(신규 적격 시장을 위한 독립 시장 지수 생성)

MSCI는 5월 지수 리뷰 기간 동안 현재 MSCI에 포함되지 않은 국가를 위한 독립 시장 지수의 신설을 고려할 것이다. 이러한 시장은 외국인 투자자에게 상대적으로 개방적이고 접근성이 높으며 극심한 경제 또는 정치적 불안정을 겪고 있지 않아야 한다.

독립 시장 Standard 지수는 프론티어 시장 Standard 지수의 요건을 충족하는 주식을 보유한 기업이 최소 2개 이상인 국가에 대해 생성될 수 있다.

독립 시장 Investable Market Index(IMI)는 프론티어 시장 Standard 지수의 요건을 충족하는 주식을 보유한 최소 1개 기업과 프론티어 시장 소형주 지수의 요건을 충족하는 주식을 보유한 최소 2개 기업이 있는 시장에 대해 생성될 수 있다.

또한 MSCI는 현재 MSCI에 포함되지 않은 국가에 대한 독립 시장 지수의 생성 가능성을 결정할 때 시장 데이터의 가용성과 정확성도 고려한다.

이러한 MSCI 독립형 시장 지수의 생성에는 일반적으로 고객 협의가 필요하지 않다.

6.2 Classification of Other Markets as Standalone (기타 시장의 독립 시장 분류)

MSCI는 또한 현재 선진, 신흥 또는 프론티어 시장에 속해 있는 시장이 시장 접근성 또는 해당 시장의 사이즈와 유동성이 심각하게 악화되는 경우 일시적으로 독립 시장으로 재분류할 수 있다.

이러한 시장의 재분류는 정기 지수 리뷰 주기 내 또는 외부에서 이루어질 수 있다. 이러한 재분류 시기는 일반적으로 고객과의 협의를 통해 결정되며 시행 전에 충분한 리드 타임을 두고 통보된다.

6.3 Maintaining Standalone Market Indexes (독립 시장 지수의 유지 관리)

MSCI 독립 시장 지수는 선진, 신흥 또는 프론티어 시장으로 분류된 MSCI 국가 지수에 적용되는 방법론의 적용을 받는다.

신규 적격 시장은 일반적으로 프론티어 시장에 사용되는 기준을 사용하여 유지되지만, 독립 시장 지수 생성 시점에 특정 시장의 사이즈와 유동성에 따라 다른 시장 범주에 적용되는 규칙이 적용될 수 있다.

선진, 신흥 또는 프론티어 시장에서 재분류된 시장의 경우, MSCI는 일반적으로 독립 시장으로 재분류되기 전에 해당 시장에 적용되었던 방법론을 적용한다. 어떤 경우든 MSCI는 재분류 대상인 MSCI 국가 지수에 대한 유지 관리 규정을 명확히 할 것이다.

6.4 Inclusion of Standalone Market Indexes in the MSCI Composite Indexes (MSCI 종합지수에 독립 시장 지수의 편입)

6.4.1 Inclusion of Newly Eligible Markets (신규 적격 시장의 편입)

일반적으로, 신규 적격 시장을 포함하는 독립 시장 지수는 해당 시장의 독립 시장 Standard 지수 생성 후 5월 지수 리뷰의 일부로 MSCI 프론티어 시장 지수에 빠르면 5월에 추가될 수 있다. 프론티어 시장 커버리지 업데이트에 대한 자세한 내용은 Section 5.1.1에 나와 있다. MSCI 프론티어 시장 지수에 포함되기 위한 최소 요건을 충족하는 시장은 정기적인 MSCI 시장 분류 리뷰의 일환으로 잠재적 재분류 리뷰 대상 시장 목록에 추가될 수 있다. MSCI는 다가오는 5월 지수 리뷰 최소 6개월 전에 프론티어 시장에 포함될 시장을 발표할 예정이다.

그럼에도 불구하고 일부 독립 시장은 프론티어 시장보다 높은 수준의 시장 접근성과 경제 발전을 보일 수 있다. 또한 이러한 시장은 선진 또는 신흥 시장의 사이즈 및 유동성 요건을 충족할 수 있다. 이러한 경우, MSCI는 독립 시장 지수를 MSCI 선진 시장 또는 신흥 시장 지수에 포함시킬 수 있다. MSCI는 정기적인 MSCI 시장 분류 리뷰에서 해당 독립 시장의 시장 분류를 리뷰하고 고객과의 협의를 거쳐 해당 시장이 선진 시장 또는 신흥 시장 지수에 분류될 수 있는지 여부를 결정한다.

6.4.2 Re-inclusion of Markets in the MSCI Composite Indexes (MSCI 종합지수에 대한 시장의 재편입)

MSCI는 일반적으로 연례 시장 분류 리뷰의 일환으로 이전에 MSCI 종합지수에 편입된 독립 시장의 시장 분류를 리뷰한다. MSCI 선진시장, 신흥시장 또는 프론티어 시장 지수에의 잠재적인 재편입은 고객과의 협의를 거쳐야만 고려된다.

시장 분류 프레임워크에 대한 자세한 내용은 Appendix II에 나와 있다.

6.5 Treatment of Discontinued Standalone Market Indexes (단종된 독립 시장 지수의 처리)

주어진 방법론(지수 연속성 규칙 포함)을 시장에 적용할 때 편입에 필요한 최소 주식 수보다 적은 수의 주식이 적격한 경우 독립 시장 지수는 중단될 수 있다.

MSCI는 시간이 지남에 따라 해당 주식이 적격이 되고, 그리고 Standard 및 IMI 독립 지수가 중단되지 않는 한 Large, Mid 또는 Small Cap 독립 지수의 산출을 재개할 수 있다.

Standard 및 IMI 독립 지수가 중단되면 다른 모든 사이즈별 지수도 중단된다. MSCI는 시장이 Section 6.1: Creation of Standalone Market Indexes for Newly Eligible Markets에 설명된 요건을 충족하면 지수 산출을 재개할 수 있다.

APPENDICES

Appendix I: Equity Markets and Universe

생략

Appendix II: Market Classification Framework (시장 분류 체계)

시장 분류는 투자 기회 집합의 구성이 표시되도록 만들기 때문에 지수 구성 과정에서 핵심 입력값이다. MSCI가 사용하는 접근은, 지수 안정성을 유지하면서 한 국가의 경제 발전과 그 시장의 접근성 사이의 균형을 이룸으로써 국제 투자 사회의 견해와 관행을 반영하는 것을 목표로 한다.

MSCI 시장 분류 체계는 다음의 세가지 기준: 경제 발전, 규모 및 유동성, 시장 접근성으로 구성된다.

주어진 투자 유니버스로 분류되기 위해서, 한 국가는 아래의 표에 설명된 바와 같이 세 가지 요건 모두를 충족해야 한다.

시장 분류 체계

기준	프론티어	이머징	선진
A. Economic Development (경제 발전) A.1 Sustainability of economic development (경제 발전의 지속 가능성)	No requirement	No requirement	Country GNI per capita 25% above the World Bank high income threshold* for 3 consecutive years
B. Size and Liquidity Requirements (규모 및 유동성 요건) B.1 Number of companies meeting the following Standard Index criteria (다음의 Standard 지수 기준을 충족하는 기업 수) Company size (full market cap) ** (기업 사이즈 (전체시가총액)) Security size (float market cap) ** (주식 사이즈 (유동시가총액)) Security liquidity (주식 유동성)	1 USD 114 mm USD 57 mm 2.5% ATVR	3 USD 2,419 mm USD 1,210 mm 15% ATVR	5 USD 4,838 mm USD 2,419 mm 20% ATVR
C. Market Accessibility Criteria (시장 접근성 기준) C.1 Openness to foreign ownership (외국인 투자의 개방성) C.2 Ease of capital inflows / outflows (자본 유출입 용이성) C.3 Efficiency of operational framework (시장 운영의 효율성) C.4 Availability of Investment Instrument (투자 상품의 가용성) C.5 Stability of the institutional framework (제도적 안정성)	At least some At least partial Modest High Modest	Significant Significant Good and tested High Modest	Very high Very high Very high Unrestricted Very high

* High income threshold: 2022 GNI per capita of USD 13,845 (World Bank, Atlas method)

** Minimum in use for the November 2022 Index Review, updated on a quarterly basis

경제 발전 기준은 선진 시장의 분류 결정에만 사용되며, 이 구별은 이머징과 프론티어 시장 유니버스 내의 다양한 발전 단계를 고려할 때 이머징과 프론티어 시장 내에서는 관련이 없다.

규모 및 유동성 요건은 MSCI Global Standard 지수의 최소 투자가능성 요건에 기초한다.

시장 접근성은 주어진 시장에 투자하는 국제 투자자들의 경험을 반영하는 것을 목표로 하며, 결과적으로 이 기준은 몇 가지 하위 기준을 포함한다. 이 기준들은 MSCI 글로벌 시장 접근성 리뷰 중에 연간 최소 1회 이상의 모든 시장에 대해 검토하는 질적 평가에 일반적으로 기초한다.

MSCI는 다른 시장들의 진화를 계속 반영하기 위해 MSCI 지수에 포함된 모든 국가의 시장 분류를 정기적으로 리뷰한다. 특히, 분류 체계 하의 평가의 변경은 연례 시장 분류 리뷰의 일부로서 잠재적 시장 재분류를 위해 리뷰될 시장을 결정하는 기초가 된다. MSCI는 분류 상태의 변화가 비가역적으로 여겨질 때만 시장의 재분류를 고려할 것이다. 매년 6월, MSCI는 리뷰 중인 국가 목록에 대한 투자 커뮤니티와

의 논의 결과를 소통하고, 있다면 다음 사이클에서의 잠재적 시장 재분류를 위한 리뷰 대상의 새로운 국가 목록을 발표한다.

시장 접근성 기준

		정의
Openness to foreign ownership (외국인 투자의 개방성)		
Investor qualification requirement (투자자 자격 요건)		Existence of qualifying conditions for international investors. Existence of a level playing field for all international investors.
Foreign ownership limit (FOL) level (외국인 지분제한 수준)		Proportion of the market being accessible to non-domestic investors.
Foreign room level (외국인 투자 여력 수준)		Proportion of shares still available for non-domestic investors. Existence of a foreign board where non-domestic investors could trade with each other.
Equal rights to foreign investors (외국인 투자자 동일 권리 보장)		Equal economic and voting rights as well as availability of information in English. Equal rights for minority shareholders.
Ease of capital inflows / outflows (자본 유출입 용이성)		
Capital flow restriction level (자본 유출입 규제)		Existence of restriction on inflows and outflows of foreign capital to/from the local stock market (excluding foreign currency exchange restrictions).
Foreign exchange market liberalization level (외환시장 자유화 수준)		Existence of a developed onshore and offshore foreign exchange market.
Efficiency of the operational framework (시장 운영의 효율성)		
Market entry (시장 진입)		
Investor registration & account set up (투자자 등록 및 계좌 개설)		Existence/level of complexity of registration requirements for international investors such as Tax IDs as well as ease/complexity for setting up local accounts (e.g., documents to be provided, approvals required). The time to complete the process includes the preparation of the documents.
Market organization (시장 구조)		
Market regulations (시장 규제)		Level of advancement of the legal and regulatory framework governing the financial market, the stock exchange and the various other entities involved in the financial markets, an important weight is assigned to: ease of access (including in English), lack of ambiguity and prompt enforcement of laws and regulations, as well as consistency over time.
Information flow (정보 흐름)		Timely disclosure of complete stock market information items (e.g., stock exchange alerts, corporate news, float information, dividend information) in English and under reasonable commercial terms, as well as the robustness and enforcement of accounting standards.
Market infrastructure (시장 인프라)		
Clearing and Settlement (청산 및 결제)		Well functioning clearing and settlement system based on the broad framework published by the Bank for International Settlements including delivery versus payment (DVP), the absence of pre-funding requirements/practices and the possibility to use overdrafts. Availability of real omnibus structures.
Custody (수탁)		Level of competition amongst local custodian banks as well as the presence of global custodian banks. Existence of an efficient mechanism that prevents brokers to have unlimited access to the investor's accounts and guarantees the safekeeping of its assets.
Registry / Depository (등록 및 예탁)		A well functioning central registry or independent registrars and a central depository.
Trading (매매)		Level of competition amongst brokers ensuring high quality services (e.g., cost efficient trading, ability to execute grouped trades at the same price for the various accounts of a fund manager).
Transferability (증권 이동성)		Possibility of off-exchange transactions and "in-kind" transfers.
Stock lending (대주)		Existence of a regulatory framework as well as an efficient mechanism allowing extensive use of stock lending.
Short selling (공매도)		Existence of a regulatory and practical framework allowing short selling.
Availability of Investment Instruments (투자상품의 가용성)		Existence of restrictions on access to derived stock exchange information, data and products that prevents the creation of investment instruments.
Stability of institutional framework (제도적 안정성)		Basic institutional principles such as the rule of law and its enforcement as well as the stability of the "free-market" economic system. Track record of government intervention with regards to foreign investors.

지수 연속성 하의 시장

지수 연속성을 달성하고 시장 지수 내에서 어느 정도 기본적인 다양화를 제공하기 위해서, 여기에 포함된 다른 지수 구성 규칙의 효과에도 불구하고, DM Standard 지수에 대해서는 최소 5개의 구성종목이 유지되고, EM Standard 지수에서는 3개의 구성종목, FM Standard 지수에서는 1개의 구성종목이 유지된다.

아래 표는, 지수 유지 방법론을 적용한 후에 Standard 지수가 구성종목의 최소 개수 미만을 보유하여, 2024년 2월 지수 리뷰의 일환으로 구성종목의 최소 개수를 달성하도록 지수 연속성 규칙이 적용된 시장을 보여준다.

선진 시장	신흥 시장	프론티어 시장
	콜롬비아	
	체코 공화국	
	헝가리	
	이집트	
	페루	

Appendix III: Country Classification of Securities (주식의 국가 분류)

이 Appendix에서는 MSCI가 기업 및 해당 주식의 국가 분류를 결정할 때 사용하는 가이드라인을 간략하게 설명한다.

일반 프레임워크

MSCI Equity Universe에 편입되는 각 기업과 그 주식은 단 하나의 국가로만 분류된다.

기업의 국가 분류는 일반적으로 기업의 설립 국가와 해당 주식의 1차 상장 국가에 따라 결정된다. MSCI는 해당 기업의 주식이 해당 국가에 1차 상장되어 있는 경우 해당 기업을 설립 국가로 분류한다. 이 접근 방식은 대다수 기업의 국가 분류를 결정한다.

다른 사례

어떤 경우에는 기업의 주식이 다른 국가에 1차 상장되어 있는 동안 한 국가에 법인을 설립할 수 있다. 예를 들어, 기업은 세금, 법률 및/또는 규제상의 이점을 활용하기 위해 1차 상장 국가가 아닌 다른 국가에 법인 설립을 선택할 수 있다. 이러한 기업은 바하마, 버뮤다, 영국령 버진아일랜드, 케이맨 제도, 채널 제도, 룩셈부르크, 마셜 제도, 네덜란드 앤티리스, 파나마 등 국내 공개 주식 시장이 제한되어 있는 국가에 법인 설립을 하는 경우가 많다.

기업의 주식이 설립 국가 이외의 지역에 1차 상장되어 있는 경우, 기업의 국가 분류를 결정하기 위해 추가 분석이 수행된다. MSCI는 기업의 설립 국가 및 1차 상장 위치 외에도 다음과 같은 일련의 기준을 고려한다:

- 주식의 2차 상장 여부(있는 경우);
- 기업 주주 기반의 지리적 분포;
- 기업 경영진의 지리적 분포;
- 본사의 위치;
- 운영의 지리적 분포(자산 및 매출 기준);
- 기업의 연혁;
- 투자자가 기업을 가장 적절하게 분류할 수 있다고 생각하는 국가.

분석 결과 단일 국가와 기업 간의 유의미한 연관성을 확인할 수 없는 경우, MSCI는 일반적으로 해당 기업을 해당 주식의 1차 상장 국가로 분류한다.

국가별 사례

미국: 미국에 상장되어 10-K/10-Q 양식을 제출하는 기업은 다음 5가지 변수 중 4개가 다른 단일 국가를 가리키지 않는 경우 미국으로 분류될 수 있다: 운영, 매출, 본사, 경영진, 주주 기반. 푸에르토리코에 설립되어 미국에 상장된 기업은 일반적으로 미국 Equity Universe에 포함된다.

양식 10-K/10-Q를 제출하지 않는 미국 상장 기업은 위의 '다른 사례'에 표시된 규칙에 따라 평가된다.

(국가별 예외사항 등 수록: Europe ~ implementation.)

국가 분류 변경

일반적으로 MSCI Equity Universe의 모든 주식에 대한 국가 분류 검토는 매년 실시되며, 변경이 있는 경우 11월 지수 리뷰에서 시행된다.

MSCI가 기업의 국가 분류를 변경하면 해당 기업이 원래 국가 지수의 구성 종목이었다더라도 해당 기업의 주식은 새로운 국가 분류의 지수에 자동으로 포함되지 않는다. 해당 기업과 해당 주식은 모든 면에서 새로운 국가 지수에 편입될 수 있는 자격을 갖춰야 한다.

지수 구성종목이 기업 이벤트의 일환으로 설립지를 변경하는 경우, 이러한 경우의 국가 분류는 MSCI Corporate Events methodology 책의 Section 5.5에 따라 검토된다. 이 경우 해당 기업은 법인 설립 국가 변경과 동시에 또는 기업 이벤트 이후 지수 리뷰에서 재분류될 수 있다. 법인 설립 국가 변경 후 재분류 결정이 내려지면 MSCI 발표 정책에 따라 공지가 발송된다. 기업이 재분류되지 않을 경우 공지는 발송되지 않는다.

기업 이벤트 외 법인 설립이 변경된 경우, 국가 분류는 일반적으로 위에서 언급한 국가 분류 프레임워크에 따라 법인 설립 변경 후의 지수 리뷰에서 검토 및 시행된다.

신고 유형이 변경된 미국 내 상장 사례의 경우, 국가 분류는 일반적으로 위에서 언급한 국가 분류 프레임워크에 따라 신고 유형 변경 후의 지수 리뷰에서 검토 및 시행된다.

Appendix IV: Foreign Listing Materiality Requirement(해외 상장 중요성 요건)

주식들은 해당 주식이 분류된 국가의 상장(즉, "현지 상장") 건으로 MSCI Global Investable Market Index에서 표시될 수 있다. 또한, 주식들은 MSCI Global Investable Market Index 내 특정 MSCI 국가 Investable Market Index(IMI)에서 다른 국가의 상장(즉, "해외 상장") 건으로도 표시될 수 있다.

해외 상장은 해외 상장 중요성 요건을 충족하는 국가에서만 주식으로 표시될 수 있는 자격이 주어질 수 있다. 이 요건은 지수 리뷰 시 해외 상장으로 표시된 주식을 아직 포함하지 않은 국가에 적용된다.

국가가 해외 상장 중요성 요건을 충족하는지 평가하기 위해 다음 단계가 수행된다:

- Sub-section 3.1에 설명된 지수 리뷰 지수 유지 관리 규칙을 적용하여, 해당 국가의 해외 상장들이 자격을 갖춘 경우 해외 상장으로 표시된 주식들이 MSCI 국가 IMI에 포함되는지를 결정
- 해당 모든 주식의 유동시가총액의 합계를 계산함.
- 해외 상장으로 표시되는 주식의 이 시가총액의 합계는 최소한 다음과 같아야 함:
 - 해당 MSCI 국가 IMI⁸의 유동시가총액의 5%, 그리고
 - MSCI ACWI IMI의 유동시가총액의 0.05%.

두 번째 조건은 프론티어 시장 국가에는 적용되지 않는다.

한 국가가 특정 지수 리뷰에서 해외 상장 중요성 요건을 충족하면, 두 번의 지수 리뷰를 지난 다음 해외 상장이 해당 국가에서 적격이 된다. 예를 들어, 2023년 11월 지수 리뷰에서 해당 국가가 해외 상장 중요성 요건을 충족하면, 2024년 5월 지수 리뷰에서 해외 상장이 해당 국가에서 적격이 된다. 이후에는 해외 상장으로 표시되는 주식의 총 시가총액이 시간이 지나면서 중요성 임계값 아래로 감소하더라도 해외 상장은 적격이 유지된다.

다음 표는 주식이 해외 상장으로 표시될 수 있는 국가 목록이다:

해외 상장이 적격한 국가		
Argentina	Israel	Peru
Bahrain	Jordan	Romania
Botswana	Kazakhstan	Singapore
Brazil	Lebanon	Slovenia
China	Mauritius	Ukraine
Hong Kong	Netherlands	
Iceland	Panama (*)	

(*) MSCI 파나마 지수는 2017년 5월 지수 리뷰의 일환으로 독립 시장 지수로 출시되었으며 현재 해외 상장만 포함되어 있다.

2023년 11월 지수 리뷰에서, 요르단은 해외 상장 중요성 요건을 충족했다. 따라서 2024년 5월 지수 리뷰의 일환으로 해외 상장 건은 MSCI 요르단 지수 내에서 적격이 된다.

2024년 2월 지수 리뷰에서, 브라질은 해외 상장 중요성 요건을 충족했다. 따라서 2024년 8월 지수 리뷰의 일환으로 해외 상장 건은 MSCI 브라질 지수 내에서 적격이 된다.

Appendix V: Treatment of Investment Sanctions Related to U.S. Executive Order 13959

생략

⁸ 해외 상장으로 표시되는 주식은 이 계산의 목적을 위해 MSCI 국가 IMI의 유동시가총액에 포함된다.

Appendix VI: Free Float Definition and Estimation Guidelines

(유동비율의 정의 및 측정 가이드라인)

MSCI는 Equity Index Universe 내 각 주식의 유동시가총액(free float-adjusted market capitalization)을 계산한다. 유동 조정 시가총액의 과정은 다음을 포함한다:

- MSCI의 유동비율(free float) 정의를 이용한, 각 주식에서 외국인 투자자에게 유효한 유동비율을 정의하고 측정.
- 각 주식에 유동비율 조정 계수 할당 (Foreign Inclusion Factor Requirement Factor 혹은 FIF).
- 각 주식의 유동시가총액 계산.

유동시가총액은 지수 내에서 주식의 비중을 계산할 때 사용된다.

유동비율의 정의 및 측정

MSCI의 유동비율 측정은 오직 공개적으로 이용 가능한 주주 정보만을 기반으로 한다. 각 주식에 있어, 지분의 크기와 상관없이 공공 데이터가 이용 가능한 모든 지분 보유 정보가 고려된다.

MSCI는 주식의 유동비율을, 공개 주식시장에서 국제 투자자에 의해 매수가 가능하다고 여겨지는 유통 주식수(shares outstanding)의 비율로 정의한다. 따라서 MSCI는 주로 투자자 유형을 비전략적 투자자와 전략적 투자자로 분류하여 지분을 유동 또는 비유동으로 분류한다.

지분 분류 및 유동 주식 관련 변경사항의 지속적인 유지 관리에 대한 자세한 내용은 www.msci.com/index-methodology에 있는 MSCI Free Float Data Methodology에 상세히 나와 있다.

유동비율의 계산

외국인 보유 한도(FOLs)가 적용되지 않는 주식

FOLs의 적용을 받지 않는 주식의 경우, 주식의 유동주식은 총 유통주식수에서 비유동주식으로 분류된 지분을 차감한 것으로 측정한다.

$$\text{비유동 지분 (\%)} = \text{비유동으로 분류된 주식 수} / \text{총 주식 수} \times 100\%$$

$$\text{유동비율 (\%)} = 100\% - \text{비유동 지분 (\%)}$$

외국인 보유 한도(FOLs)가 적용되는 주식

FOLs의 적용을 받는 주식의 경우, 외국인 투자자에게 유효한 측정된 유동비율은 다음 중에서의 작은 값과 같다:

- 위에서 정의된 유동비율의 측정치
- 외국인 투자자가 보유한 비유동 지분을 조정한 FOL*
 - * 이것은 Foreign Room이 모니터링 되지 않는 국가에 속한 기업에만 적용 가능하다.

외국인 투자자의 유동비율 (%) = 다음 중 작은 값:

- 100% - 국내와 외국 지분을 포함한, 비유동 지분
- FOL - 외국인 비유동주식 지분

유동비율 조정계수(Free Float-Adjustment Factor) 할당하기

MSCI는 Foreign Inclusion Factor (FIF)라고 불리는 조정계수를 이용하여 각 주식의 시가총액을 유동 기준으로 조정한다.

FOLs가 적용되지 않는, 15%보다 큰 유동비율을 가지는 주식

15%보다 큰 유동비율을 가지는 주식의 경우, FIF는 측정된 유동비율과 같으며, 가장 가까운 5% 단위로 반올림된다.

FOLs가 적용되지 않는, 15%보다 작은 유동비율을 가지는 주식

15%보다 작은 유동비율을 가지는 주식의 경우, FIF는 측정된 유동비율과 같으며, 가장 가까운 1% 단위로 반올림된다.

FOLs가 적용되는 주식

FOLs가 적용되는 주식의 경우, FIF는 다음 중 작은 값과 같다:

- 외국인 투자자가 이용 가능한 추정 유동비율,
 - 유동비율이 15%보다 크다면, 가장 가까운 5% 단위로 반올림됨.
 - 유동비율이 15%보다 작다면, 가장 가까운 1% 단위로 반올림됨.
- 가장 가까운 1% 단위로 반올림된 FOL.

다른 외국인 투자 제약의 영향을 받는 주식

국제투자자가 특정 주식 시장, 섹터, 주식에 자유롭게 투자하려는 능력을 실질적으로 제한하는, 다른 외국인 투자 제약이 존재하는 경우에, MSCI 지수의 투자 가능성 목표를 달성하기 위해 Limited Investability Factor (LIF)가 적용된다.

이러한 제약은 더 미묘하고 복잡한 경향이 있고 다른 시장 참여자에게 다른 방식으로 영향을 미칠 수 있기 때문에, 벤치마크에서 투자 제한의 이런 유형을 처리하는 간단한 방법은 일반적으로 없다.

예를 들어, 이러한 제약은 투자자 검증 및 자격, 펀드 이전 제약, 개인 투자 할당 제한과 다양한 복잡한 행정 요건의 복잡한 과정을 포함할 수 있다. 국가 수준에서 도입될 때, 이러한 제약은 법적 지위, 운용 자산 규모 혹은 적용일을 포함한 투자자의 특성에 따라 다른 결과를 보일 수 있다.

외국인 보유 한도를 가진 개별 기업의 경우, 예탁증서가 외국인 투자자에게 계속 이용 가능한 동안 비국적 투자자의 최대 지분에 도달할 수도 있다. 이러한 경우에, 예탁증서는 일반적으로 국내 주식과 비교하여 지속적인 프리미엄으로 거래되며, 이는 국제 투자자가 지수에서 주식 비중을 복제하는 것이 어렵다는 점을 두드러지게 한다.

그러므로, 필요하다고 여겨지면, LIF는 광범위한 사례별 분석에 기반하여 결정되고 적용된다. 이 LIF의 적용은, 투자 제한이 standard FIF에 적절히 반영되는 시장과 주식에 대한 투자 과정에서 더 복잡하고 미묘한 제약을 가진 구성 시장들과 주식들의 더 정확한 비교를 허용한다.

MSCI가 LIF를 적용하는 경우에, 제한적 투자가능성이 조정된 유동주식은 외국인 투자자가 이용 가능한 유동주식과 LIF의 곱으로 정의된다.

$$\text{제한적 투자가능성이 조정된 유동주식} = \text{외국인 투자자용 유동주식} \times \text{LIF}$$

그러므로, 다른 외국인 투자 제약이 적용되는 주식의 경우, Foreign Inclusion Factor는 다음 중 작은 값과 같다:

- 제한적 투자가능성이 조정된 추정 유동비율,
 - 제한적 투자가능성이 조정된 유동비율이 15%보다 크다면, 가장 가까운 5% 단위로 반올림됨.
 - 제한적 투자가능성이 조정된 유동비율이 15%보다 작다면, 가장 가까운 1% 단위로 반올림됨.
- 가장 가까운 1% 단위로 반올림된 FOL.

Foreign Room

외국인 보유 한도(FOL)가 적용되는 주식의 경우, 지수 포함의 적격성을 결정하고 지수에서의 해당 구성 종목의 비중을 결정할 때, MSCI는 최대 허용량 대비 외국인 투자자가 아직 매수할 수 있는 주식의 비중 (Foreign Room이라고 칭함)을 추가적으로 고려한다. 일반적으로, Foreign Room이 낮은 주식은 일부 경우에 지수 포함에 비적격이거나 조정계수의 적용을 통한 비중 축소가 적용된다. 자세한 내용은 Sub-section 2.3.6.2와 3.1.6에 나와 있다.

아래 표는 MSCI가 분기별로 Foreign Room을 모니터링하는 국가 리스트를 제공한다.

적격 시장	국가명
Developed markets (DM)	호주
	일본
	중국
	인도
	인도네시아
	한국
Emerging Markets (EM)	필리핀
	카타르
	사우디 아라비아
	대만
	태국*
Frontier Markets (FM)	아랍에미리트
	튀니지
	베트남
Standalone Markets	짐바브웨

* 태국 내 투표권이 없는 예탁증서의 취급 참조

위에서 언급한 국가 외에, MSCI는 또한 Foreign Room 정보가 공공 소스에서 이용 가능한, 캐나다의 통신 기업, 유럽과 미국의 항공 기업에 대한 Foreign Room을 모니터링한다.

예제:

Calculating Foreign Room	
Foreign ownership Limit (FOL) applied to the company	=40%
Foreign shareholdings	=20%
Foreign room	=(40%-20%)/40%
	=50%

유동시가총액 계산하기

주식의 유동시가총액은 FIF와 기업의 전체시가총액의 곱으로 계산된다.

$$\text{유동시가총액} = \text{FIF} \times \text{주식의 전체시가총액}$$

다음 예제는 FOLs을 가진 주식과 가지지 않은 주식의 유동시가총액 계산을 보여준다.

예제:

Calculating Free Float-Adjusted Market Capitalization:		
Securities Not Subject to FOLs		
	Company A	Company B
Total number of shares outstanding	10,000,000	10,000,000
Number of shares classified as non-free float	4,300,000	8,760,000
Non-free float shareholding (%)	43.0%	87.6%
Free float (%)	57.0%	12.4%
Foreign Inclusion Factor (FIF)	0.60	0.12
Market price (\$)	500	500
Full market capitalization (\$ mm)	5,000	5,000
Free float-adjusted market capitalization (\$ mm)	3,000	600

예제:

Calculating Free Float-Adjusted Market Capitalization:			
Securities Subject to FOLs			
Company C	Company D*	Company E	
Total number of shares outstanding	10,000,000	10,000,000	10,000,000
All shares classified as non-free float	8,760,000	4,000,000	4,000,000
– those held by foreign investors as strategic	1,000,000	1,000,000	–
Total non-free float shareholdings (%)	87.6	40.0	40.0
Free float (%)	12.4	60.0	60.0
Foreign ownership limit (%)	33.3	33.3	33.3
Foreign strategic shareholding (%)	10.0	10.0	0.0
Foreign ownership limit less the foreign strategic shareholding (%)	23.3	23.3	33.3
Foreign Inclusion Factor (FIF)	0.12	0.25	0.33
Market price (\$)	500	500	500
Full market capitalization (\$ mm)	5,000	5,000	5,000
Free float-adjusted market capitalization (\$ mm)	600	1,250	1,650
*This example is applicable only to companies classified in countries for which foreign room cannot be monitored			

(홍콩, 태국 종목의 예외조건 수록: Treatment ~ requirements. 3페이지)

[Appendix VII: Price Source for Securities](#)

[Appendix VIII: Market Monitoring Framework and Potential Switch to a Light Rebalancing under Conditions of Market Stress](#)

[Appendix IX: Policy Regarding Trading Suspensions and Market Closures during Index Reviews](#)

생략

Appendix X: Updating the Global Minimum Size References and Ranges (글로벌 최소 Size 기준점과 범위 업데이트하기)

이벤트와 주가 변동에 의해서 시장이 진화하기 때문에, 다음의 일반 원칙을 사용해서 Global Minimum Size Reference와 Range가 일별로 계산된다.

Global Minimum Size References와 Ranges를 업데이트하기 위한 일반 원칙

- **The Investable Market Index Global Minimum Size Reference:** Developed Market의 경우에 직전 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)에서의 IMI Global Minimum Size Reference에 해당하는 기업 순위를 확인해서, 해당 순위까지의 현재 DM Investable Equity Universe의 누적유동시가총액 커버리지가 99%와 99.25% 사이면 동일 순위에 해당하는 기업의 현재의 전체 기업 시가총액이 Reference로 설정된다. 해당 순위의 커버리지가 99%~99.25% 사이가 아니면, 누적 유동시가총액이 99%보다 낮지 않게 되거나(아래인 경우), 99.25%보다 높지 않게 되는(위인 경우) 첫 번째 기업으로 재설정되고, Global Minimum Size Reference는 재계산된다.

* 버퍼 룰을 사용하여 99%~99.25% 사이에 오도록 재조정함

- **The Standard Index Global Minimum Size Reference:** Developed Market의 경우에 직전 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)에서의 Standard Index Global Minimum Size Reference에 해당하는 기업 순위를 확인해서, 해당 순위까지의 현재 DM Investable Equity Universe의 누적유동시가총액 커버리지가 85%와 87% 사이면 동일 순위에 해당하는 기업의 현재의 전체 기업 시가총액이 Reference로 설정된다. 해당 순위의 커버리지가 85%~87% 사이가 아니면, 누적 유동시가총액이 85%보다 낮지 않게 되거나(아래인 경우), 87%보다 높지 않게 되는(위인 경우) 첫 번째 기업으로 재설정되고, Global Minimum Size Reference는 재계산된다.

* 버퍼 룰을 사용하여 85%~87% 사이에 오도록 재조정함

- **The Large Cap Index Global Minimum Size Reference:** Developed Market의 경우에 직전 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)에서의 Large Cap Index Global Minimum Size Reference에 해당하는 기업 순위를 확인해서, 해당 순위까지의 현재 DM Investable Equity Universe의 누적유동시가총액 커버리지가 70%와 72% 사이면 동일 순위에 해당하는 기업의 현재의 전체 기업 시가총액이 Reference로 설정된다. 해당 순위의 커버리지가 70%~72% 사이가 아니면, 누적 유동시가총액이 70%보다 낮지 않게 되거나(아래인 경우), 72%보다 높지 않게 되는(위인 경우) 첫 번째 기업으로 재설정되고, Global Minimum Size Reference는 재계산된다.

- **Emerging Market용 기준:** 각 size-segment별 EM Global Minimum Size Reference는 DM의 USD Global Minimum Size Reference의 절반값이 사용된다.

- **Frontier Market용 기준:** FM Global Minimum Size Reference는 Developed Market과 동일한 접근 방식을 사용하여 계산되지만 FM Investable Equity Universe를 기반으로 한다.

직전 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)의 Global Minimum Size Reference로 결정되었던 기업의 순위를 사용하는 것은 - 허용 가능한 표시 범위 내에서 - 타겟 percentile coverage에 초점을 맞추는 방식과 비교했을 때, 더 안정적인 Global Minimum Size Reference를 제공하는 것을 목표로 한다.

일별 기준과 약식 리밸런싱 기준에서는, Global Minimum Size Reference를 갱신하기 위해서, 기존 DM Equity Investable Universe가 사용된다. 지수 리뷰(약식 리밸런싱이 아닌 경우)에서는, 완전히 갱신된 DM Equity Investable Universe가 사용된다.

예제:

Standard 지수의 이전 지수 리뷰에서 Global Minimum Size Reference는 3.95십억 달러로 결정됐고, 이는 누적 유동시가총액 커버리지의 85%에 해당하는 등수인 1700번째 기업의 시가총액이 반영되었다. 이번 지수 리뷰에서, 1700위에 해당하는 기업의 시가총액은 잠정(pro forma) Global Minimum Size Reference로 선택된다. 1700개 기업의 누적 유동시가총액 커버리지가 DM Equity Investable Universe의 85%-87% 사이라면, 1700위에 해당하는 기업의 전체시가총액은 신규 Global Minimum Size Reference로 사용될 것이다. 그러나, 만약에 DM Equity Investable Universe의 누적 유동시가총액이 88%라면, Global Minimum Size Reference를 결정하는 기업의 순위는 리셋된다. 이 경우에, 상위 1600개의 기업들이 유동시가총액의 누적 87%를 커버한다고 가정하면, 1600위에 해당하는 기업의 시가총액이 DM Standard 지수의 신규 Global Minimum Size Reference가 된다. 다음 지수 리뷰에서, 1600위에 해당하는 기업의 전체 시가총액은 잠정(pro forma) Global Minimum Size Reference가 될 것이다.

* 2.3.2.1의 상시 버전

* 전체 방법론 중에서 일별로 업데이트되는 데이터들에 대한 설명은 Appendix X와 Sub-section 3.2.1에만 있음

[Appendix XI: Frontier Markets Country Classification](#)

[Appendix XII: MSCI DR Indexes](#)

[Appendix XIII: MSCI Domestic Indexes](#)

[Appendix XIV: MSCI China Indexes](#)

[Appendix XV: Index Maintenance of the MSCI China Indexes](#)

[Appendix XVI: MSCI China A Inclusion Indexes](#)

[Appendix XVII: MSCI China A Indexes](#)

[Appendix XVIII: Transition to the MSCI GIMI Methodology](#)

[Appendix XIX: Transition to a Quarterly Comprehensive Index Review](#)

[Appendix XX: Changes to the MSCI Frontier Markets Indexes Methodology](#)

[Changes to the Methodology Book](#)

생략

6. MSCI 유동비율 데이터 방법론 상세

“MSCI Free Float Data Methodology” 자료를 번역함. 원문에 대한 별도의 설명 내용은 *로 표시함.

MSCI Free Float Data Methodology (March 2023)

1 RULES FOR FREE FLOAT CLASSIFICATION (유동비율 분류 규칙)

1.1: DEFINING AND ESTIMATING FREE FLOAT (유동비율의 정의 및 추정)

MSCI는 주식의 유동비율을, 공개 주식시장에서 국제 투자자에 의해 매수가 가능하다고 여겨지는 유통 주식수(shares outstanding)의 비율로 정의한다. 실제로, 국제 기관 투자자에게 유효한 투자 기회에서의 제한사항은 다음을 포함한다:

유동 지분과 그 외 비유동 지분: 투자 목적이나 다른 특성에 의해서, 시장에서 구할 수 없을 가능성이 있는 개인 혹은 공공 주주의 지분. 실무적으로, 공시 요건은 일반적으로 이 투자 목적에 대해 명확한 판단을 내려주지 않는다. 따라서, MSCI는 우선 투자자 유형을 전략적, 비전략적으로 각각 분류하는 것에 기초해 유동 혹은 비유동으로 분류한다. 투자자 유형에 대한 추가적인 정보는 Section 1.2 Classification of Shareholder types에 나와 있다.

외국인 투자자에 대한 주식 보유의 제한: 외국인 투자자에 의한 매수가 허용되는 주식 자본의 비율에 대한 제한을 외국인 보유 한도(Foreign Ownership Limits, FOL)라고 한다. 이 제한이 존재할 때, 이 외국인 주식 보유 한도는 법, 정부 규제, 회사 내규 그리고 다른 강제 규정에 의해 설정된다. FOL이 적용되는 주식의 경우, MSCI는 해당 외국인 보유 한도 대비 외국인 투자자가 계속 구매할 수 있는 주식의 비율("Foreign Room"이라 함)을 추가적으로 고려한다. 자세한 내용은 Section 1.3: Foreign Ownership Limits and Foreign Room에 나와 있다.

MSCI의 유동비율의 추정치는 공개적으로 이용 가능한 주주 정보만을 기반으로 한다. 각 종목의 경우, 지분 규모에 관계없이 공개 데이터가 있는 경우 사용 가능한 모든 지분을 고려한다. MSCI는 특히 공시 기준이나 데이터 품질로 인해 유동비율 추정이 어려운 경우 애널리스트, 기타 업계 전문가 및 공식 회사 담당자와 상의할 수 있다.

주식의 유동 주식수는 총 유통주식수에서 비유동주식으로 분류된 지분을 차감한 것으로 측정한다.

비유동 지분 (%) = 비유동으로 분류된 주식 수를 총 주식 수로 나눈 값

유동비율 (%) = 100% - 비유동 지분 (%)

예제: 유동비율 계산	Company A	Company B
Total number of shares outstanding	10,000,000	10,000,000
Market capitalization	USD 100 Billion	USD 100 Billion
Number of shares classified as non-free float	4,322,000	8,760,000
Free float number of shares	5,678,000	1,240,000
Non-free float shareholding (%)	43.22%	87.60%
Free float (%)	56.78%	12.40%
Free float adjusted market capitalization	USD 57 Billion	USD 6 Billion

1.2: CLASSIFICATION OF SHAREHOLDER TYPES (주주 유형의 분류)

전략적 주주 유형 (비유동)	
은행	비전략적으로 여겨지는 제3자를 대신해 보유하고 있는 지분을 제외하고, 은행에 의한 지분은 전략적으로 여겨진다. 예를 들어, 일본의 신탁은행의 지분은 비전략적으로 간주된다.
기업	기업들이 보유한 지분. 이는 해당 기업 자체가 보유하고 있는 자사주를 포함한다. ⁹
종업원	퇴직, 저축 플랜, 인센티브 보상 프로그램, 그리고 기타 이연 및 종업원 연금 기금의 목적으로 고용주에 의해 후원되는 계획을 포함한 다양한 방법으로 보유되는, 임원 및 직원이 보유하고 있는 고용 기업의 지분.
정부	정부와 산하기관이 보유한 지분은 일반적으로 비유동으로 분류된다.
대표이사 및 이사회 멤버	기업의 대표이사 또는 기업 이사회 구성원의 지분. 기업의 대표이사, 기업 이사회 구성원 또는 내 부자로 간주되는 창립 멤버와 연관되거나 밀접한 관계의 개인 및 가족이 보유한 지분을 포함함.
사모펀드 & 벤처캐피탈	사모펀드와 벤처캐피탈이 보유하고 있는 지분은 일반적으로 비유동으로 분류된다.

비전략적 주주 유형 (유동)	
헤지펀드	펀드 경영진이 회사 경영에 영향력을 행사하는 것으로 간주되지 않는 한 헤지펀드가 보유한 지분.
개인	개인이 보유한 지분. 기업의 대표이사, 기업의 대표이사, 기업 이사회 구성원 또는 내부자로 간주되는 창립 멤버와 연관되거나 밀접한 관계의 개인 및 가족이 보유한 지분을 제외하고, 그리고 사실상 전략적임을 의미하는 상당한 규모의 개인이 보유한 지분 또한 제외함.
보험사	원칙적으로, 보험사가 보유하고 있는 모든 지분은 유동이다. 이 일반 원칙의 예외에 대해서는, 아래에 제시된 보험사에 대한 추가 논의사항에 나와 있다.
투자 펀드, 뮤추얼 펀드, 단위 신탁	인덱스 펀드가 보유한 지분을 포함하여, 투자 펀드, 뮤추얼 펀드, 단위 신탁이 보유한 지분.
연금 기금	고용회사, 자회사, 계열사의 지분을 제외한, 종업원 연금 기금이 보유한 지분.
증권 브로커	브로커-딜러가 보유하고 있는 비전략적 지분(예를 들어, 결제 과정에서의 거래, 양도 과정에서의 보유 그리고 인수 활동의 일부 등). 동일 그룹 안에서 보유되거나 보유 속성이 전략적으로 간주되지 않는 한 그렇다.
사회보장기금	펀드 운용이 기업 경영에 영향력을 행사하는 것으로 간주되지 않는, 사회보장기금이 보유한 지분.

* 국민연금은 사회보장기금이므로, 위의 분류에서 정부(전략적 주주의 유형)에 속하지 않음

⁹ 많은 국가에서, 자사주는 총 유통발행주식 수 산정에 포함된다(*주식시장 기준에서). 따라서, MSCI는 유동비율 계산에 이를 포함한다. 자사주가 총 유통주식 수 산정에서 제외되는 영국, 미국, 캐나다 같은 나라에서, 자사주는 유동비율 계산에 포함되지 않는다.

1.3: FOREIGN OWNERSHIP LIMITS AND FOREIGN ROOM (외국인 보유 한도 및 Foreign Room)

외국인 투자자에 의한 매수가 허용되는 주식 자본의 비율에 대한 제한을 외국인 보유 한도(Foreign Ownership Limits, FOL)라고 한다. 외국인 보유 한도(FOLs)를 결정하기 위해, 다음의 가이드라인이 사용된다:

- non-EU 투자자에 대해 보유 제한을 부과하는 기업의 경우, 이러한 제한은 FOL의 계산에 완전히 반영된다.
- 주식이 속한 국가에서 외국인 투자자의 주식 보유를 통제하는 규제 요건
- 외국인 보유 제약의 예외로 기업의 ADR, GDR과 같은 예탁증서(DRs) 발행이 허용되는 국가에서, FOL 계산은 예탁증서로 표시되는 비율을 포함한다. MSCI는 DR로 표시되는 비율을, 후속 기업 이벤트가 조정된 DR 최초 공개 시점에 발행된 DR로 표시된 주식 수를 총 유통주식수로 나눈 값으로 정의한다.
- 유사하게, 기업이 예외적으로 특정 외국인 주주가 회사 내규에 명시된 최대치를 초과하여 지분을 보유하도록 허용하고 그 예외가 공개적으로 공시되는 경우, 이는 FOL의 계산에 반영된다.
- 기업의 외국인 보유 제한이 기업의 전체 주식 자본의 비율로 정의되고, 기업이 어느 한 클래스에 특별한 제한 없이 복수 상장 주식 클래스를 가지는 경우, MSCI는 기업 FOL을 기업의 상장 주식 클래스 각각에게 동일하게 적용한다.
- 기업의 외국인 보유 제한이 기업의 전체 주식 자본의 비율로 정의되고, 기업이 여러 주식 클래스를 가지고 있지만 오직 하나만 상장된 경우, MSCI는 상장된 주식에서만 (만약 있다면, 비상장 주식의 외국인 비유통주식 지분을 고려한 후에) 외국인 투자자에게 유효한 총 주식 수를 적용하여 FOL을 계산한다.

Example Calculation of Foreign Ownership Limits			
Company A	Listed	Unlisted	Total
Number of shares outstanding	500	500	1,000
Foreign non-free float shareholdings	-	100	100
Foreign Ownership Limit applied to the company	-	=40%	-
Foreign Ownership Limit (FOL) applied to listed shares	= ((0.40*1,000) - 100)/500		
	=0.60		

FOL이 적용되는 주식의 경우, MSCI는 해당 외국인 보유 한도 대비 외국인 투자자가 계속 구매할 수 있는 주식의 비율을 추가로 계산한다(이를 "Foreign Room"이라 함).

$$\text{Foreign Room} = (\text{FOL} - \text{외국인이 보유한 주식}) / \text{FOL}$$

Example Calculation of Foreign Room	
Foreign Ownership Limit (FOL) applied to the company	40%
Foreign shareholdings	20%
Foreign Room	(40%-20%)/40% => 50%

아래 표는 MSCI가 분기별로 Foreign Room을 모니터링하는 국가 리스트를 제공한다.

적격 시장	국가명
Developed markets (DM)	호주
	일본
	중국
	인도
Emerging Markets (EM)	인도네시아
	한국
	필리핀
	카타르
	사우디 아라비아
	대만
	태국
	아랍에미리트
Frontier Markets (FM)	튀니지
	베트남
Standalone Markets	짐바브웨

위에서 언급한 국가 외에, MSCI는 또한 Foreign Room 정보가 공공 소스에서 이용 가능한, 캐나다의 통신 기업, 유럽과 미국의 항공 기업에 대한 Foreign Room을 모니터링한다.

Foreign Room에 대한 추가적인 정보는 Appendix II에 나와 있다.

2 MAINTENANCE OF FREE FLOAT (유동비율 유지 관리)

2.1: UNIVERSE (유니버스)

공개적으로 이용 가능한 공시에 지분 구조를 보고하는 모든 상장 기업은 유동비율 할당을 받을 수 있다.

2.2: PERIODIC MAINTENANCE (정기 유지 관리)

유동비율, 외국인 보유 한도 및 Foreign Room 데이터는 매월 업데이트된다. 상품 파일은 전월의 말일 이후 5영업일 이내에 제공된다.

MSCI는 유동비율을 계산하기 위해 기업이 공개적으로 제공하는 정보뿐만 아니라 제3자 공급업체의 기업 지분 정보도 가져온다.

3 FREE FLOAT CORRECTION POLICY (유동비율 수정 정책)

데이터 수정은 실행 가능한 한 빨리 업데이트되어 상품에 반영된다.

정정으로 인한 유동시가총액의 변동이 상장 주식에서 최소 미화 10억 달러 이상인 경우, MSCI에 의해 수정된 유동비율이 공표된다. 유동비율의 변화가 위에 언급된 기준을 충족하지 못하는 경우, MSCI를 이를 공표하지 않는다.

MSCI는 더 적절한 경우 특정 사안을 다르게 처리할 수 있는 권리를 보유한다.

APPENDICES

Appendix I: SHAREHOLDER CLASSIFICATION (주주 분류)

MSCI는 공개적으로 이용 가능한 모든 출처를 기반으로 정보를 고려한다. 유동비율은 상장 시점에 주식의 유동비율을 정확하게 추정할 수 있는 충분한 정보가 공개되어 있는 경우에만 추정된다.

기업 활동의 경우, 주식이 기관 투자자 또는 그 외 비전략적 투자자에게 발행되는 경우 유동주식으로 간주되며, 전략적 투자자에게 발행되는 경우 유동 주식이 아닌 것으로 간주된다. 특정 기업 활동이 주식의 유동비율에 영향을 미치지 않는 경우, 신주의 분배는 모든 기존 주주에게 비례 배분되는 것으로 간주한다. 일반적으로 특정 기업 활동이 완료된 후, MSCI는 관련 서류에서 이벤트 후 전체 주주 구조에 대한 공개 공시가 이루어진 경우에만 유동주식 수를 업데이트한다.

Section 1.2에 정의된 유형이 특정 지분의 특성을 적절히 반영하지 못하는 경우, 보다 광범위한 분석을 거쳐 유동주식 또는 비유동주식으로의 분류를 결정한다.

다음 가이드라인은 아래에 명시된 특수한 사례를 분석하는 데 적용된다:

주주 유형

- **정부 기관 및 정부 관련 투자 펀드:** 정부 기관 및 정부 관련 투자 펀드의 지분은 투자 목적과 기업 경영에 대한 정부의 참여 정도의 분석을 기반으로 분류된다.
- **보험사:** 지분이 시장에서 유동주식으로 이용될 가능성이 낮다는 분석이 있을 때, 보험사가 가진 지분은 비유동으로 간주된다. 이 분석은 일반적으로 각 국가의 보험사업의 속성, 그룹 관련 혹은 다른 기업과의 기업 사업 관행, 재정적 인센티브를 포함한 국가의 규제 환경을 확인한다. 이러한 요소들은 개별적으로 혹은 결합하여 보험사의 지분을 주식 시장에서 자유롭게 구매 가능하게 하는 것을 제한할 수 있다. 그러므로, 보험사의 보유 지분에 대한 취급은 국가마다 다르다. 일부 국가에서 주식 보유의 구조와 기업 지배력을 위한 금융 동맹의 중요성 때문에, 보험사의 다른 기업에 대한 지분이 전략적으로 취급될 수 있다.
- **명 의자 혹은 수탁자:** 명 의자 혹은 수탁자의 명의로 등록된 지분은 궁극적인 수익 소유자가 누구인지의 분석을 기반으로, 위에 설명된 주주 유형에 따라 전략적 혹은 비전략적으로 분류된다.
- **국부펀드(SWF):** 해당 펀드의 본국 소속인 주식에 대한 국부펀드의 보유분은 비유동으로 취급한다. 본국이 아닌 주식의 경우, 7% 이상의 국부펀드의 지분은 비유동주식으로 취급한다. 현재 비유동으로 취급되는 본국이 아닌 주식에서의 국부펀드의 기존 지분은, 5% 밑으로 보유할 때까지 비유동으로 취급된다.

다른 유형

- **이사회 대표:** 기존 비전략적 주주가 회사와 주주 계약을 체결하고 직원 중 한 명을 이사회 멤버로 배치하는 경우, 이러한 시나리오에서 해당 주주는 비전략적 주주에서 전략적 주주로 재분류된다. 회사와의 주주 계약에 따라 보유자가 현재 직원 한 명만 이사회 멤버로 지명했다면 해당 지분은 계속 비전략적 지분으로 취급된다.
- **예탁증서(DR):** ADR, GDR과 같은 예탁증서의 발행을 위해 예탁된 주식은, 예탁증서의 특정 보유가 본질적으로 전략적이라는 것이 입증되지 않는 한, 비전략적으로 분류된다. DR에 대해 업데이트되는 주식 수는 기초 주식 클래스의 주식 수를 DR 비율(보통주와 DR 간의 비율)로 나누어 발행할 수 있는 최대 DR을 기준으로 한다. 유동비율도 기초 주식의 구조를 기반으로 계산된다.

- **직접 상장:** 직접 상장의 경우 신주를 발행하지 않으며 중개인의 도움을 받지 않고 회사가 직접 대중에게 주식을 판매한다. 이러한 경우, 특히 공시 기준이나 데이터 품질로 인해 매도 주주에 대한 정보가 부족하여 유동비율의 추정이 어려운 경우, 유동비율은 0으로 간주된다.
- **매각 제한 기간 (Lock-up periods):** 매각 제한 기간이 적용되는 모든 주식은 매각 제한 기간 동안에 비유동으로 간주된다. 매각 제한 기간의 끝에, 이 주식들은 주주의 속성에 기반하여 전략적 혹은 비전략적으로 분류된다. 매각 제한 기간 만료에 대한 정보가 부족하여 분류를 결정할 수 없는 주주의 경우, 후속 공시가 없다면 MSCI는 상장일로부터 1년간 이러한 비유동 보유를 유지한다.
- **“로열티” 인센티브:** 공모에서, 특별 인센티브가 가끔 소매 투자자에게 제공되며 최소 보유기간이 적용된다. 인센티브가 중요하다고 여겨지면, 이러한 주식은 최소 보유 기간 동안 유동주식의 일부로 간주되지 않는다. 예를 들어, 1:5(또는 1/6의 동일 가격 할인) 혹은 그 이상의 비율의 조건부 주식 보너스는 중요하다고 간주된다.

국가별 세부 정보

- **중국 상장 A주**

MSCI는 상해 또는 선전 증권거래소에 상장된 유동비율을 결정할 때 제한 주식도 고려한다. 총 제한 주식이 지분 구조에 포착되지 않는 경우, MSCI는 제한 주식의 잔여 부분을 비유동주식으로 간주한다.

- **프랑스, 독일, 이탈리아, 일본**

프랑스, 독일, 이탈리아, 일본 보험회사의 지분이 2%를 초과하는 경우 전략적 지분으로 간주한다.

- **미국 상장 주식**

미국에 상장된 주식의 경우, 규제 보고 요건은 특정 양식의 보고를 의무화하여 주주를 액티브 주주와 패시브 주주로 분류하고자 한다. MSCI는 유동비율 계산에서 전략적/비전략적 분류를 결정하기 위해 보유자의 양식 제출을 고려한다. 규제 요건에 따라 액티브 투자자로 분류된 투자자는 MSCI에 의해 전략 투자자로 분류된다.

APPENDIX II: FOREIGN OWNERSHIP LIMIT AND FOREIGN ROOM**생략**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

Compliance notice

- 보고서는 철저히 계량적 분석에 근거한 의견을 제시합니다. 따라서 당사의 대표 투자 의견과 다를 수 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 3월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA